



المالية الدولية المعمقة

مطبوعة محكمة موجهة لطلبة السنة سنة ثانية ماستر اقتصاد دولي

إعداد:

الدكتور: نمديل وحيد

الصفحة	محتوى المطبوعة
3	المقدمة العامة:
25-4	الفصل الأول: تدفقات التجارة وتدفقات رأس المال وميزان المدفوعات
43-26	الفصل الثاني: سعر وسوق الصرف الأجنبي
65-44	الفصل الثالث: المناهج التقليدية لتحديد ميزان المدفوعات وسعر الصرف (منهج المرونات ومنهج الاستيعاب)
97-66	الفصل الرابع: المنهج النقدي ومنهج المحفظة المالية لميزان المدفوعات وتحديد سعر الصرف
117-98	الفصل الخامس: تنسيق السياسات والاتحاد النقدي والمناطق المستهدفة
118	الخاتمة العامة:
120-119	المراجع:

مقدمة عامة:

تعد المالية الدولية المعمقة، من أكثر المواضيع المهمة في هذا الحقل من حقول المعرفة الاقتصادية وتنبع أهمية هذه المطبوعة من سمتين أساسيتين تتصف بهما، هما التبسيط والعمق في نفس الوقت. وفي ضوء ذلك، تكون هذه المطبوعة مفيدة سواء للقارئ العادي صاحب الخلفية الاقتصادية العادية وللقارئ المتخصص في مرحلة الدراسة الجامعية وما بعدها.

وتتسم هذه المطبوعة بالتدرج المنطقي في عرض الموضوعات والقضايا التي تحتويها بين دفتيها، فقد بدأت باستعراض المفاهيم الأساسية المتعلقة بحقل الدراسة، ثم انتقلنا إلى دراسة أسعار وأسواق الصرف. ولم نكتف بذلك فقط، حيث تطرقت إلى مجموعة من النظريات التي تفسر التغيرات في سعر الصرف وموازن المدفوعات وعدد من الدراسات التطبيقية التي تمت للتحقق من صحة هذه النظريات.

والمستهدفون أيضا من هذه المطبوعة، هم الطلاب الجامعيون وكذلك طلاب الدراسات العليا في مجال الاقتصاد الدولي أو التمويل الدولي. ومن يدرس موضوعات التنمية الاقتصادية.

الفصل الأول: تدفقات التجارة وتدفقات رأس المال وميزان المدفوعات

الأهداف التعليمية

- ◉ الهدف الأول؛ تحديد مفاهيم وهيكل ميزان المدفوعات
- ◉ الهدف الثاني؛ قياس التوازن والاختلال في ميزان المدفوعات
- ◉ الهدف الثالث؛ تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات
- ◉ الهدف الرابع؛ علاقة ميزان المدفوعات عدد من المؤشرات الاقتصادية

الفصل الأول: تدفقات التجارة وتدفقات رأس المال وميزان المدفوعات

تمهيد:

في هذا الفصل، قمنا بدراسة الحسابات المختلفة التي يتكون منها ميزان المدفوعات، ويذكر الصلة التي تربط بين ميزان مدفوعات دولة ما وبين الشروط النقدية الأساسية، واليات تصحيح الاختلالات في ميزان المدفوعات، وكنقطة أخيرة في الفصل الأول هو دراسة العلاقة بين ميزان المدفوعات و عدد من المؤشرات الاقتصادية.

المبحث الأول: حسابات ميزان المدفوعات

يبين ميزان المدفوعات، ما للبلد من حقوق اتجاه الأجانب، وما عليه من التزامات، ولذلك فهو المرآة التي تعكس طبيعة الاقتصاد الوطني من حيث درجة القوة والضعف. وسنتناول في هذا المبحث ميزان المدفوعات وطبيعته وشكله، والاختلال والتوازن فيه، وكيفية تصحيح الاختلال.

المطلب الأول: تعريف ميزان المدفوعات

ميزان المدفوعات لأي بلد، يعبر عن خلاصة لكافة المعاملات الاقتصادية التي تجري بين المقيمين في بلد معين والمقيمين في بلد آخر، خلال فترة زمنية أمدها سنة واحدة. ويحتوي هذا التعريف على ثلاث عناصر رئيسية، هي أولاً: المعاملات الاقتصادية للبلد مع الأجانب، ويتضمن تجارة السلع والخدمات وحركة رأس المال والتحويلات من جانب سواء كانت نقدية أو عينية، أما العنصر الثاني: فيتألف من المقيمين ويشمل ذلك الأشخاص والشركات والوكالات الحكومية والخاصة، في حين يشمل العنصر الثالث من هذا التعريف قياس المعاملات الاقتصادية المذكورة خلال فترة زمنية أمدها سنة واحدة¹.

ميزان المدفوعات: هو بيان إحصائي يلخص المعاملات بين المقيمين وغير المقيمين خلال فترة معينة. ويتألف من حساب السلع والخدمات، و حساب الدخل الأولي، وحساب الدخل الثانوي، والحساب الرأسمالي والحساب المالي. ووفق نظام القيد المزدوج الذي يركز عليه ميزان المدفوعات يسجل لكل معاملة قيدان، ومجموع القيود الدائنة لميزان المدفوعات يساوي مجموع القيود المدينة.

ويقوم ميزان المدفوعات على أساس نظام القيد المزدوج، فكل عملية اقتصادية تتم مع العالم الخارجي تسجل مرتين مرة في الجانب الدائن ومرة أخرى في الجانب المدين من ميزان المدفوعات.

وهكذا فان الصادرات الوطنية التي يترتب عليها تسلم عملة أجنبية أو تخلق طلبا على العملة الوطنية في سوق الصرف الأجنبي تسجل في الجانب الدائن أو فقرة إيجابية (+) من ميزان المدفوعات، في حين أن الواردات التي ينجم عنها مدفوعات بالعملة الوطنية للأجانب أو تخلق طلبا على العملات الأجنبية في سوق الصرف الأجنبي فتسجل في الجانب المدين من هذا الميزان².

¹ Graham Donnelly, *International Economics*, Longman Group UK Limited, London, 1987, p.46.

² Paul A Samuelson, *Economics*, MCG Raw-HILL Book Company, London, 1976, p.656.

وعليه فإن كافة العمليات التي تحصل الدولة من خلالها على إيرادات تندرج في الجانب الدائن وتندرج كافة العمليات التي يدفع القطر بسببها مدفوعات إلى الخارج تحت الجانب المدين.¹

والضابط الأساسي للتمييز بين الجانب الدائن والجانب المدين من ميزان المدفوعات هو عرض الصرف الأجنبي والطلب عليه. فإذا كانت العملة الوطنية لبلد ما مطلوبة في سوق الصرف الأجنبي لتسوية العمليات الاقتصادية الخارجية، فإن هذه العملية تسجل في الجانب الدائن، أما إذا كانت العملة الوطنية لذلك البلد معروضة في سوق الصرف الأجنبي فإن العملية المذكورة تسجل في الجانب المدين من الميزان.

لعب صندوق النقد الدولي دورا مهما في توحيد النظم الإحصائية الخاصة بالمعاملات الخارجية في العالم عبر وضعه " دليل ميزان المدفوعات " ودعوته الدول الأعضاء إلى اعتماده كمنهجية موحدة في إعداد موازين مدفوعاتها مما ساهم بشكل كبير في تعزيز قابلية الإحصائيات الاقتصادية للمقارنة على المستوى الدولي.

وقد أصبح تسجيل تدفقات ميزان المدفوعات في جل الدول يتم وفقا لمعايير موحدة في دليل صندوق النقد الدولي الصادر عنه لهذا الغرض. وتعد هيكله ميزان المدفوعات من أهم الأمور الأخرى التي عمل الصندوق على توحيدها في هذا الإطار لإبراز معطيات مفصلة وتجميعها.

المطلب الثاني: هيكل ميزان المدفوعات

يتألف ميزان المدفوعات من موازين فرعية متفق عليها، يأخذ بها صندوق النقد الدولي في نشراته الدورية وهي:

أولا: ميزان الحساب الجاري:

يشمل كافة حقوق وديون البلد مع العالم الخارجي والناجمة عن صادرات وواردات السلع والخدمات، مضافا إليها التحويلات دون مقابل، ويشمل هذا الميزان الموازين الآتية:

1- الميزان التجاري:

ويشمل صادرات وواردات السلع المادية المنظورة التي تعبر الحدود الجمركية للبلد تحت مرأى من السلطات الجمركية، كالأرز والقمح والملابس. ولا يدخل ضمن هذا البند السلع التي يعاد تصديرها و السلع العبور ولا السلع التي تبقى لبعض الوقت ثم يعاد تصديرها. وينجم عن هذا الميزان استلامات نقدية مقابل بيع السلع الوطنية في الأسواق الدولية ومدفوعات مقابل واردات السلع الأجنبية.

وتسجل الصادرات والواردات من السلع المادية طبقا لإحصاءات الجمارك، وفي بعض الأحيان تسجل استنادا إلى إحصاءات مراقبة النقد الأجنبي، وتختلف قيمة إحصاءات الجمارك عن قيمة إحصاءات مراقبة النقد الأجنبي.

2- ميزان التجارة غير المنظورة:

¹ هيل عجي جميل الجنابي، التمويل الدولي والعلاقات النقدية الدولية، دار وائل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2016، ص28

ويشمل الصادرات والواردات التجارية وغير التجارية التي لا يمكن رؤيتها من قبل الأجهزة الجمركية، باعتبارها لا تمر بجهاز الجمارك، وهو لذلك يسجل الاستلامات لقاء القيام ببيع الخدمات والتي تدعى بالصادرات غير المنظورة مقابل المدفوعات التي تتدفق لغرض شراء الخدمات والتي تدعى بالواردات غير المنظورة. ويتضمن هذا الميزان الخدمات الرئيسية الآتية:

أ- خدمات النقل:

وتتضمن المدفوعات والمستلمات الناجمة عن نقل المسافرين والسلع عبر الخطوط البرية والجوية والبحرية، وكذلك رسوم الموانئ ورسوم العبور ونفقات إصلاح السفن والطائرات، هذا إضافة إلى خدمات المواصلات الجديدة كالهاتف والبريد والتلكس والراديو والأقمار الاصطناعية والانترنت.

ب- نفقات السفر

وهي التي يقوم بها المسافرون الأجانب والمواطنون المقيمون أثناء سفرهم خارج أوطانهم، كالعلاج الطبي ونفقات الدراسة في الخارج ونفقات السياحة باستثناء النفقات الواردة في النقطة أ.

ت- خدمات التأمين والمصارف

تتمثل في المدفوعات الدولية الخاصة بالتأمين على نقل السلع والأشخاص ضد الحوادث، بالإضافة إلى نشاط المصارف الذي يشمل حدود دولة أخرى.

ث- الدخل من الاستثمارات الأجنبية

وتحتوي على الدخل الناجم عن الاستثمارات الوطنية في الخارج، كالأستثمار في المشاريع الصناعية والزراعية والخدمية، وكذلك الفوائد المستلمة من القروض الممنوحة للأجانب والدخل المتأتي من الأستثمار في الأوراق المالية.

ج- النفقات الحكومية

تتضمن النفقات الحكومية في الخارج، نفقات اشتراك البلد في المؤسسات الدولية وفي المؤتمرات العالمية ونفقات أعضاء الهيئات الدبلوماسية في الخارج، والنفقات السياسية والحربية. وتعد صادرات وواردات الخدمات غير المنظورة عنصرا مهما ومؤثرا على سوق الصرف الأجنبي، فصادرات التأمين والنقل وخدمات البنوك تقود إلى خلق طلب على العملة الوطنية من قبل الأجانب تماما كما في الصادرات المادية.

فرجال الأعمال الجزائريون الذين يؤمنون في شركة تأمين أمريكية سوف يطلبون كمية من الدولارات الأمريكية كي يدفعوا قيمة التأمين على شركتهم، وعندما يسافر الجزائريون إلى أمريكا فان ذلك يخلق طلبا على الدولار

لغرض شراء الخدمات التي يستخدمها الجزائريون في أمريكا، وبالمقابل فإن قيام الشركات الأمريكية باستيراد الخدمات من الأجانب يوسع من عرض الدولارات في سوق الصرف الأجنبي.¹

3-ميزان التحويلات من جانب واحد

يقوم هذا الميزان بتسجيل كافة التحويلات من جانب واحد سواء أكانت مالية أو على شكل سلع والتي تحدث بين الدول والأشخاص دون أن يترتب عليها مدفوعات مقابلة من قبل الطرف الآخر، وقد تكون هذه التحويلات حكومية أو خاصة.

أ- التحويلات الحكومية:

وتشمل الهبات والتعويضات والمساعدات النقدية أو العينية المقدمة والمستلمة بين الحكومات، كتعويضات الحروب التي تدفعها الدول المهزومة في العمليات العسكرية، والمساعدات والإعانات والهبات التي تقدمها الدول المتقدمة إلى البلدان الفقيرة.

ب- التحويلات الخاصة

وتشمل قيام الأفراد والشركات والهيئات الخاصة بتقديم الهبات والإعانات والتبرعات نقدية أو حقيقية إلى أفراد وهيئات خاصة ولكن مقيمة في دول أخرى دون مقابل. كالتي تقدمها الجمعيات الدينية والخيرية كالصليب الأحمر، كذلك تحويلات المهاجرين إلى ذويهم.

إن هذه الموازين الثلاثة تشكل ما يسمى بميزان الحساب الجاري الذي يعد من أكثر الموازين أهمية في ميزان المدفوعات الكلي، كما أن حجم هيكل الدخل القومي يعتمد بصورة أساسية على نتائج ميزان الحساب الجاري.

ثانياً: ميزان حساب رأس المال

يسجل حساب رأس المال المعاملات في الأصول المالية التي تعبر الحدود الوطنية فيما بين المقيمين وغير المقيمين من الأشخاص، وكذلك بين الحكومات الوطنية والحكومات الأجنبية، ومن ثم فإن هذا الميزان يقيس تدفق رؤوس الأموال بين الدول بهدف الاستثمار لأجل قصيرة أو طويلة². وتتخذ هذه التحركات أو الأصول أشكالاً مختلفة (أصولاً عينية وأصولاً غير عينية)، فقد يعتمد المقيمون إلى إنشاء مشاريع صناعية وزراعية في الدول الأجنبية أو بيع وشراء الأوراق المالية من السندات والأسهم والودائع المصرفية والعملات النقدية أو القيام بالإيداع في المصارف الأجنبية. وتصنف رؤوس الأموال المتدفقة إلى قسمين:

أ. حركة رؤوس الأموال طويلة الأجل:

وتشمل حركة رؤوس الأموال من وإلى الخارج والتي تهدف للاستثمار لأجل طويلة تزيد في العادة عن السنة الواحدة، وتتخذ هذه الاستثمارات شكل استثمارات مباشرة واستثمارات غير مباشرة.

¹J.D.Gvertny and R.L.Stroup, Economics, Private and Public Cosies, Her CourtBrace Jovanovich, INC, New York, 1987, P.749.

²James C.Ingram, International Economics, John Wiley and sones, New York 1986, P21.

ويسجل حساب رأس المال نوعين من تدفقات الأصول هما، تدفقات الاستثمار، والتغير في الأرصدة النقدية لدى المصارف (البنوك) والسماسة الذي ينجم عن معاملات أجنبية. ولمزيد من الفهم للأثر المرتقب لتدفقات رأس المال إلى الداخل يفرق الاقتصاديون بين الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وبين الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث يشير الاستثمار في محفظة الأوراق المالية إلى قيام الأشخاص والشركات بشراء الأسهم والسندات والودائع المصرفية الطويلة الأجل، وغير ذلك من الأصول المالية بينما يشير الاستثمار الأجنبي المباشر إلى شراء الأصول التي تعطي حق الرقابة المالية على أحد الكيانات الأجنبية¹.

والاستثمار الوطني في الخارج يمثل مدفوعات للأجانب يخلق حقا للمستثمرين المقيمين على الأجانب ولذلك تسجل في الجانب المدين على ميزان حساب رأس المال طويل الأجل وفي الجانب الدائن من ميزان النقد الأجنبي لأن استثمار رؤوس الأموال في الخارج إنما يقتضي أداء مدفوعات إلى الأجانب تتمثل في شراء المقيمين بالدولة أسهم وسندات أجنبية، بمعنى استيراد أسهم وسندات وعلى ذلك تسجل هذه العملية في الجانب المدين من الميزان المذكور شأنها في ذلك شأن السلع المستوردة وعلى العكس من ذلك فإن انسياب رؤوس الأموال الأجنبية للداخل يتمثل في شراء الأجانب المقيمين في الخارج لأسهم وسندات وطنية أي تصدير أسهم وسندات، ولذلك تسجل تلك العملية في الجانب الدائن من ميزان حساب رأس المال طويل الأجل شأنها في ذلك شأن السلع المصدرة.

وفي الغالب توصف حركة رؤوس الأموال طويلة الأجل بأنها تلقائية تحدث بغض النظر عن المركز المالي الخارجي لميزان المدفوعات سواء كان دائما أم مدينا، فقد تتحرك الأموال نحو الخارج من بلد يعاني من عجز في ميزان مدفوعاته بهدف الاستثمار في بيئة استثمارية مناسبة، لأن العائد الذي يسفر عن الاستثمارات الأجنبية يفوق العائد المتأتي من الاستثمارات الوطنية.

ب- حركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل:

وتتضمن حركة رؤوس الأموال بين الدول والتي تهدف إلى الاستثمار لأجل قصير يقل عن السنة الواحدة وهناك عدة أشكال لهذا الاستثمار كالودائع قصيرة الأجل في المصارف الأجنبية والاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية قصيرة الأجل والائتمان الممنوح للمصدرين والمستوردين وعمليات بيع وشراء العملات الأجنبية وعندما يستثمر المقيمون أموالهم في الخارج على شكل إيداعات في المصارف الأجنبية أو شراء وبيع أوراق مالية فإن ذلك ينشأ عنه تدفق لرؤوس أموال وطنية قصيرة الأجل نحو الخارج تؤدي إلى زيادة حقوق المقيمين على الأجانب، وتسجل ذلك في الجانب المدين من هذا الميزان أما في حالة قيام الأجانب باستثمارات مشابهة داخل الاقتصاد الوطني، فإن ذلك ينشأ عنه تدفق لرؤوس أموال نحو الداخل تخلق حقا للأجانب على المقيمين ولذلك تسجل في الجانب الدائن من حساب رأس المال.

¹ جوزيف دانيالز، ديفيد فانهوز، ترجمة محمود حسن حسني، ونيس فرج عد العال، "اقتصاديات النقود والتمويل الدولي"، دار المريخ للنشر الرياض، المملكة العربية السعودية،

وتشير حركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل إلى صافي الزيادة أو النقصان في مركز رأس المال قصير الأجل للبلد الناجم عن الفائض أو العجز في ميزان الحساب الجاري. ولهذا السبب توصف حركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل بأنها ليست حركة تلقائية، وإنما تنشأ لتسوية الفائض أو العجز في ميزان المدفوعات الناجم عن تجارة السلع والخدمات والتحويلات من جانب واحد وحركة رؤوس الأموال الطويلة الأجل¹.

ففي حالة العجز يتم التسوية من خلال استنزاف العملات الأجنبية التي يحتفظ بها المقيمون في البنوك الأجنبية أو من خلال الحصول على قروض قصيرة الأجل، أو قيام البلد بدفع مطلوباته للأجانب بالعملة الوطنية إذا كان لهم ثقة بإمكانية تحويلها إلى عملة أجنبية متى شاؤوا².

لكن مع ذلك، هناك تحركات تلقائية أو مستقلة لرؤوس الأموال قصيرة الأجل، لا ترتبط بالوضع العام لميزان المدفوعات، تحدث نتيجة للأسباب التالية:

- التباين بين أسعار الفائدة المحلية والدولية واختلاف العائد على الأوراق المالية.
- التغير في قيم العملات الوطنية
- تفادي المخاطر.

ج- حساب الذهب والاحتياطي النقدي الأجنبي (ميزان التسويات الرسمية):

ويشمل هذا الحساب التغيرات التي تطرأ على أرصدة الذهب والاحتياطيات الأجنبية لدى السلطات النقدية سواء بالزيادة أو بالنقصان والبلد الذي يعاني من عجز في حسابه الجاري وميزان حساب رأس المال يواجه من خلال السحب من الاحتياطيات الأجنبية والذهبية لدى البنك المركزي، وبصورة مشابهة فإن القطر الذي يتمتع بفائض في ميزان مدفوعاته فإنه يلجأ إلى بناء احتياطيات جديدة من الذهب والعملات الأجنبية³.

وهكذا توصف حركات الذهب النقدي بأنها تحركات تدخل ضمن حركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل وهي ليست تحركات تلقائية وإنما ناجمة عن وجود حالة العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات، ففي حالة العجز يتجه البلد إلى استنزاف كمية من الأرصدة الذهبية والنقدية الأجنبية من خلال بيعها للأجانب، أما في حالة الفائض فإنه ينعكس في زيادة الأرصدة الذهبية والنقدية لدى السلطات النقدية.

وتعد الاحتياطيات الدولية كما أشرنا إليها سابقا من الذهب والنقد الأجنبي مهمة جدا في ظل نظام أسعار الصرف الثابتة الذي ساد خلال (1944-1971) فالأقطار التي تعاني من مشاكل في موازين مدفوعاتها تضطر للسحب من هذه الاحتياطيات للمحافظة على أسعار الصرف الثابتة لها. أما في ظل أسعار الصرف المرنة فإن

¹James C. Ingram, ibid , 1986, p23.

² P.T. Eills Worth, the International Economy, The Mecaillan Company, 1985, P275.

³ شقير نوري موسى وآخرون، "التمويل الدولي ونظريات التجارة الخارجية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، ط1، 2012، ص199.

البلد يسمح بارتفاع وانخفاض القيمة الخارجية لعملة الوطنية وهكذا فإن التغيرات في حساب الاحتياطيات الدولية والحاجة إليها سيكون ضئيلاً¹.

ويعكس حساب الاحتياطيات الدولية مركز العملة الوطنية في سوق الصرف الأجنبي، فإذا عرض العملة الأجنبية يزيد على الطلب عليها فان البلد سوف يخسر جزءاً من احتياطياته المذكورة أو يزيد من التزاماته للمؤسسات النقدية الأجنبية الرسمية، مما يسيئ بالتالي إلى مركز العملة الوطنية في سوق الصرف الأجنبي. والجدير بالذكر، أن حساب التسويات الرسمية يشتمل على الذهب النقدي والعملات الأجنبية، بالإضافة إلى حقوق السحب الخاصة (وهي من أصول السيولة المالية التي يصدرها صندوق النقد الدولي).

د- فقرة السهو والخطأ:

يقوم ميزان المدفوعات على أساس نظام القيد المزدوج؛ أي أن كل عملية اقتصادية تسجل مرتين مرة في الجانب الدائن ومرة أخرى في الجانب المدين ولذلك فإن ميزان المدفوعات يكون دائماً متوازناً من الناحية المحاسبية ولكن في بعض الحالات لا يتحقق مثل هذا التوازن لصعوبة الحصول على معلومات إحصائية دقيقة عن المعاملات التي تدخل في ميزان المدفوعات، فقد يحصل اختلاف في تقدير نفس الفقرة من ميزان المدفوعات من قبل أجهزة الجمارك ومراقبة التحويل الخارجي في البنك المركزي وهكذا فإن حصول تباين بين الأرصدة الدائنة و المدينة سواء تعلق الأمر باختلاف التقدير أو حصول سهو في إدخال بعض الفقرات يستوجب إدخال بند يدعى "بالموازنة" أو فقرة السهو والخطأ.

المطلب الثالث: نموذج تطبيق عن ميزان المدفوعات

لكي نفهم الفقرات التفصيلية عن ميزان المدفوعات بصورة أفضل سنقوم بعرض صورة نمطية لميزان مدفوعات أحد الأقطار في الجدولين (1) و(2)، نجد ان جميع البنود الدائنة (credit items) - أي تلك البنود التي تغل عملات أجنبية - تقيد في الجانب الدائن بعلامة الإضافة، بينما جميع البنود المدينة تقيد بالعلامة السالبة. لذلك نجد أن عمليات البيع للأجانب سواء كانت في شكل سلع أو خدمات (أي الصادرات) تؤدي إلى توليد عملة أجنبية، كذلك نجد تدفقات رأس المال إلى الداخل capital inflow. وتعتبر هذه التدفقات عن قيام مواطني الدولة أو حكومتها ببيع أسهم وسندات الشركات المحلية من قطاع خاص أو عام. كذلك، يقوم البنك المحلي ببيع أحد خصومه (التزاماته) إلى أحد المودعين الأجانب عندما يقبل وديعة مقومة بالعملية المحلية ويعد ذلك شكل آخر من أشكال تدفق رأس المال للداخل. والخصوم التي تباع إلى أحد الكيانات الأجنبية والتي يقل أجلها عن سنة واحدة تصنف على أنها تدفقات رأسمالية قصيرة الأجل، وما يزيد على سنة واحدة يصنف على أنه تدفق رأسمالي طويل الأجل للداخل. والاستثمار المباشر الذي يأخذ شكل الاستحواذ acquisitions التي تمكن من التحكم الإداري في الاستثمارات الخارجية (على سبيل المثال، عندما تقوم شركة متعددة الجنسيات بشراء شركة

¹Gwartney, Stroup, Sobel, Macpherson Economics (private and public choice), Her court Brace Jovanovic, 15th Edition, USA, 2015, p749.

فرعية في دولة أجنبية) والاستثمار في محفظة الأوراق المالية portfolio investment هو عبارة عن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية مثل السندات والحسابات المصرفية.¹ وبالمقابل، نجد أن شراء السلع والخدمات من الأجانب (أي الواردات) أو الحقوق المتعلقة بالأصول المملوكة لهم (أي تدفق رأس المال للخارج) هي بنود مدينة في الحساب الجاري وحساب رأس المال على التوالي.

جدول رقم (1): نظرة عامة على الحسابات الدولية

ميزان المدفوعات:	القيود الدائنة	القيود المدينة	الرصيد
الحساب الجاري ²			
السلع والخدمات	540	499	41
السلع	462	392	70
الخدمات	78	107	29 –
الدخل الاولي ³	50	40	10
تعويضات العاملين	6	2	
الفائدة	13	21	
دخل الشركات الموزع	17	17	
الأرباح المعاد استثمارها	14	0	
الربح	0	0	
الدخل الثانوي ⁴	17	55	38 –
الضرائب الجارية على الدخل والثروة وغيرهما	1	0	
صافي أقساط التأمين على غير الحياة	2	11	
مطالبات التأمين على غير الحياة	12	3	
التحويلات الدولية الجارية	1	31	
التعديل مقابل التغير في المستحقات التقاعدية	1	10	

¹ هيل عجي جميل الجنابي، التمويل الدولي والعلاقات النقدية الدولية، مرجع سابق، ص 42

² يعرض الحساب الجاري تدفقات السلع والخدمات والدخل الاولي والدخل الثانوي بين المقيمين وغير المقيمين. ويتكون الحساب الجاري من مجموعة مهمة من الحسابات ضمن ميزان المدفوعات.

³ ويعرض هذا الحساب المبالغ مستحقة الدفع والمبالغ مستحقة القبض مقابل تمكين كيان آخر من استخدام العمالة أو الموارد المالية أو الأصول غير المنتجة غير المالية لفترة مؤقتة؛

⁴ ويبين هذا لحساب إعادة توزيع الدخل، أي قيام أحد الأطراف بتوفير موارد للأغراض الجارية دون حصوله في المقابل على أي قيمة اقتصادية كعائد مباشر. ومن أمثلة ذلك التحويلات الشخصية والتحويلات الجارية المرتبطة بالمساعدة الدولية.

0	0	تحويلات جارية متنوعة
13		رصيد الحساب الجاري
		الحساب الرأسمالي
0	0	اقتناء/ التصرف في الأصول غير المنتجة
4	1	التحويلات الرأسمالية
3-		رصيد الحساب الرأسمالي ¹
10		صافي الإقراض(+)/صافي الاقتراض(-) من الحساب الجاري والحساب الرأسمالي
		صافي
		صافي
		اقتناء
		تحمل
		الحساب المالي ² (حسب الفئة الوظيفية)
		الأصول المالية
		الخصوم
		الرصيد
11	8	الاستثمار المباشر
14	18	استثمار الحافطة
0		المشتقات المالية (عدا الاحتياطات) وخيارات الاكتتاب الممنوحة للموظفين 3
22	20	استثمارات أخرى
	8	الأصول الاحتياطية
47	57	مجموع التغيرات في الأصول/الخصوم
10		صافي الإقراض(+)/صافي الاقتراض(-) من الحساب المالي
		صافي السهو والخطأ

المصدر: صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي لصندوق النقد الدولي

2009، ص 14

¹ يعرض الحساب الرأسمالي القيود الدائنة والقيود المدينة للأصول غير المنتجة غير المالية والتحويلات الرأسمالية بين المقيمين وغير المقيمين. ويعني ذلك أنه يسجل عمليات اقتناء الأصول غير المالية غير المنتجة والتصريف فيها، مثل بيع الأراضي إلى السفارات وبيع عقود الإيجار والتراخيص، وكذلك التحويلات الرأسمالية، أي قيام أحد الأطراف بتوفير موارد للأغراض الرأسمالية دون حصوله في المقابل على أي قيمة اقتصادية كعائد مباشر.

² يبين الحساب المالي صافي قيمة عمليات اقتناء الأصول والخصوم المالية والتصريف فيها. وتظهر معاملات الحساب المالي في ميزان المدفوعات، وكذلك في البيان المتكامل لوضع الاستثمار الدولي نظراً لتأثيرها على رصيد الأصول والخصوم. ويمثل مجموع رصيدي الحسابين الجاري والرأسمالي صافي الإقراض (الفائض) أو صافي الاقتراض (العجز) الذي يسجله الاقتصاد المعني في معاملاته مع العالم الخارجي، ويساوي ذلك من الناحية المفاهيمية صافي رصيد الحساب المالي. وبعبارة أخرى، يقيس الحساب المالي كيفية تمويل صافي الإقراض المقدم إلى غير المقيمين أو صافي الاقتراض منهم. ويفسر الحساب المالي وحساب التغيرات الأخرى مع التغير الذي يطرأ على وضع الاستثمار الدولي بين بداية الفترة ونهايتها.

المطلب الثالث: الفائض والعجز في ميزان المدفوعات وكيفية قياسهما

سوف نتطرق إلى نقطتين مهمتين، بداية بالفائض والعجز في ميزان المدفوعات ثم إلى طريقة قياس ذلك الفائض.

الفرع الأول: الفائض والعجز في ميزان المدفوعات

إن ميزان المدفوعات لأبد وأن يكون متوازنا من الناحية المحاسبية بمعنى أن تكون مبالغ الفقرات المدينة مساوية لمبالغ الفقرات الدائنة، لكن هذا التوازن لا يمكن عده ذا أهمية لأن المهم هو الحصول على التوازن بالمعنى الاقتصادي بالرغم من ندرة حدوثه؛ إذ قلما نجد بلدا يصدر للأجانب بقدر ما يستورد منهم.

إن ميزان التجارة المنظورة قد لا يكون متعادلا بالضرورة دائما، فقد يكون في صالح القطر أو في غير صالحه غير أنه من الممكن معالجة أي عجز في الميزان المذكور عن طريق فقرات الحساب الأخرى كحسابات الخدمات والمدفوعات المحولة، مما يقودنا إلى الحساب الجاري الذي هو أوسع نطاق من سابقه حيث يضيف على سابقه ميزان الخدمات وميزان التحويلات من جانب واحد. ومع ذلك فليس هناك من سبب يدعو إلى تعادل ميزان الحساب الجاري دائما فهو قد يظهر فائضا أو عجزا يتحتم تسويتها عن طريق معاملة في حساب رأس المال؛ إذ يستطيع القطر أن يستنفذ جزء من خزينته من (احتياطياته الرسمية) مساويا للعجز في الميزان المذكور ويمكن تحقيق ذلك أيضا بالاقتراض من الخارج أو عن طريق بيع جزء من موجوداته الأجنبية وهكذا يمكن أن تؤدي المعاملات التي تجري في حساب رأس المال إلى تعادل جانبي ميزان المدفوعات.

إنه مهما كانت قيم فقرات ميزان الحساب الجاري فستكون هناك فقرة أو معاملة متبقية تنعكس في حساب رأس المال تحقق لميزان المدفوعات تعادلا، وهكذا فإن ميزان المدفوعات سيكون متعادلا دائما بالمعنى المحاسبي، ولكن ذلك لا يعني بالضرورة أن ميزان المدفوعات سيكون متوازنا أيضا¹.

إن أي قطر ما يعاني عجزا في ميزان حسابه الجاري ستكون لديه معاملات مقابلة في حساب رأس المال تعيد التوازن إلى ميزان مدفوعاته، إلا أن هناك تدفقات رأسمالية أخرى ليس لها علاقة بوضع ميزان مدفوعات القطر. فيكون هناك عجز في الحالتين يغطيه تدفق في رأس المال نحو القطر المذكور. إلا أن أهمية وطبيعة النوعين من التدفق الرأسمالي تختلف في الحالتين؛ إذ هما يشيران إلى نوعين من التدفق:²

◀ تدفقات تكميلية أو تدفقات تسوية تحدث بشكل مقرر ومتعمدا (غير متوقعة وغير مخطط لها) لكي تجعل ميزان المدفوعات متعادلا بالمعنى المحاسبي المذكور وهي تدفقات لا خيار للقطر اتجاهها، إذ عليه أن يقوم بها طوعا أو كرها لتسوية ديونه ولتضمين حقوقه.

¹ هيل عجمي جميل الجنابي، "التمويل الدولي والعلاقات النقدية الدولية"، مرجع سابق، ص 46.

² موسى سعيد مطر و شقيري نوري موسى، "التمويل الدولي"، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2008، ص 22.

التدفقات التلقائية (مخطط لها) التي تحدث لذاتها وبصرف النظر عن وضع الفقرات الأخرى في حساب رأس المال ولا تتسبب عن اعتبارات خاصة بميزان المدفوعات، من ذلك مثلا ابتياع الأجانب لمشروع في قطر معين واقتراض القطر المذكور في الخارج عن طريق بيع سنداتته.

وهكذا نصل إلى الاستنتاج الأتي وهو أن قطرا ما سيكون في حالة توازن خارجي فقط عندما لا يكون هناك تمويل تكييفي (أو تمويل تسوية) في ميزان مدفوعاته.

بالتالي فان التوازن بالمعنى الاقتصادي يسود فقط حين تكون فقط قيمة المعاملات المدينة التلقائية مساوية لقيمة المعاملات الدائنة التلقائية، أما إذا لم تتساوى قيمة كل من هذه المعاملات الدائنة والمدينة التلقائية فسينشأ عندئذ اختلال ميزان المدفوعات. فإذا كانت استلامات القطر التلقائية أكبر من مدفوعاته التلقائية فسيكون هناك فائض في ميزان المدفوعات، يتم تسويته عن طريق تدفق تكييفي خارجي في حسابات رأس المال، معيدا بذلك التوازن إلى ميزان المدفوعات بالمعنى المحاسبي. وفي حالة العجز أيضا يتم التسوية باستخدام تدفق تكييفي إلى الداخل معيدا التوازن إلى ميزان المدفوعات بالمعنى المحاسبي أيضا. أما إذا تساوت المدفوعات التلقائية مع الاستلامات التلقائية تنعدم هنا الحركة التكييفية في رأس المال ويكون توازن تام بالمعنى الاقتصادي. (إن حالة الفائض الاقتصادي تعني أن: العمليات المستقلة الدائنة أكبر من العمليات المستقلة المدينة ويترتب على ذلك أن العمليات التعويضية المدينة أكبر من العمليات التعويضية الدائنة، أما حالة العجز الاقتصادي فتعني أن العمليات المستقلة الدائنة أصغر من العمليات المستقلة المدينة، ويترتب على ذلك أن العمليات التعويضية المدينة أصغر من العمليات التعويضية الدائنة.

الفرع الثاني: أسباب الاختلال في ميزان المدفوعات

إن الخلل يكون في أجزاء معينة من الميزان وعادة ما يكون العجز في الحساب الجاري باعتباره من أكبر الحسابات والذي يؤدي عجزه بالإضرار بالاقتصاد الوطني، مما يؤثر سلبا على قيمة العملة المحلية في سوق الصرف الأجنبي نتيجة لان عرض العملة المحلية أكبر من طلب الأجانب عليها، لذلك تستخدم السلطات في هذه الحالة السياسات النقدية والمالية لمعالجة الخلل، ولعل أهم الأسباب لحدوث هذا الخلل ما يأتي:

أ- التقييم الخاطئ لسعر صرف العملة المحلية

توجد علاقة وثيقة بين ميزان المدفوعات وسعر صرف عملة البلد، فإذا كان سعر صرف عملة بلد ما مقيم بأكبر من قيمتها الحقيقية، سيؤدي ذلك إلى ارتفاع أسعار سلع البلد ذاته من وجهة نظر الأجانب مما يؤدي إلى انخفاض الطلب الخارجي عليها، وبالتالي سيؤدي ذلك حدوث اختلال في ميزان المدفوعات ناجم عن انخفاض الصادرات.

أما إذا تم تحديد سعر صرف العملة لبلد ما بأقل من قيمتها الحقيقية، سيؤدي ذلك إلى توسع الصادرات مقابل تقلص الواردات، مما يؤدي أيضا إلى حدوث اختلال في الميزان، لذلك فإن هذه الاختلالات غالبا ما ينتج عنها ضغوط تضخمية والتي تساهم في استمرارية الاختلال في الميزان.

ب- أسباب هيكلية

وهي الأسباب المتعلقة بالمؤشرات الهيكلية للاقتصاد الوطني وخاصة هيكل التجارة الخارجية (سواء الصادرات أو الواردات) وقدراتها الإنتاجية والأساليب الفنية المستخدمة، وهذا ما ينطبق تماما على الدول النامية التي يتسم هيكل صادراتها بالتركز السلعي أي اعتمادها على سلعة أو سلعتين أساسيتين (زراعية أو معدنية أو بترولية) إذ عادة ما تتأثر هذه الصادرات بالعوامل الخارجية المتمثلة في مرونة الطلب الخارجي عليها في الأسواق العالمية كتغير أذواق المستهلكين وانصرافهم عن هذه السلع أو عند حدوث تقدم فني في الخارج يؤدي إلى خفض أثمان السلع المماثلة لصادرات هذه الدول في الخارج.

الفرع الثاني: تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات

يعتبر التوازن في ميزان المدفوعات طرحا افتراضيا أو بالأصح نظريا والوضعية الطبيعية الواقعية لهذا الميزان هي الاختلال سواء كان بالسلب أو بالإيجاب وآلية تسوية ميزان المدفوعات هي عبارة عن العملية التي يمكن عن طريقها إزالة الاختلال بين جانبي ميزان المدفوعات الإجمالي عند ظهوره، وفي سبيل معالجة هذا الإشكال عملت عدة تحليلات على تبيان الآليات التي تحقق العودة إلى وضعية التوازن. ويمكن التمييز بين نماذج أربعة من الاختلال:

1-الاختلال الطارئ:

وهو يحدث في البلدان التي تعتمد في صادراتها على بعض السلع الزراعية الأساسية وقد تحدث ضمنه اختلالات موسمية (بعض الدول المصدرة للسلع الزراعية).

2-الاختلال الدوري: فهو ينتج عن التقلبات الاقتصادية على المستوى الدولي التي تتميز بفترات قصيرة من الازدهار وتليها فترات قصيرة من الركود الاقتصادي.

3-الاختلال الناتج عن مستوى الأسعار: والذي يمكن معالجته عبر تخفيض سعر صرف العملة الوطنية.

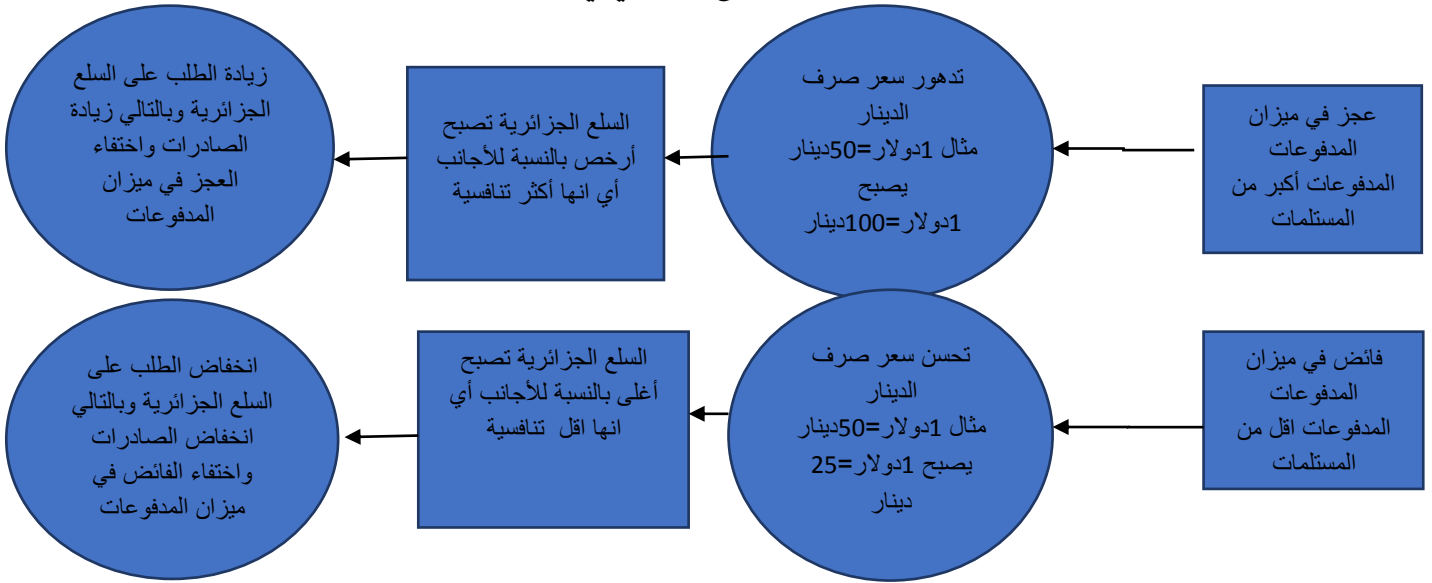
4-الاختلال البنوي: وهو الذي ينتج عن عدة أسباب كضعف قدرة البلد الإنتاجية، وارتفاع مستوى تكاليف الإنتاج، تدني المستوى التقني، تحول الطلب العالمي عن بعض المواد الأولية...إلخ.

وهناك عدة تحليلات عملت على إبراز الآليات التي تحقق العودة إلى التوازن عندما يسجل ميزان المدفوعات عجزا أو فائضا في رصيده.

أ-التعديل الآلي لميزان المدفوعات:

إذا حصل اختلال في ميزان المدفوعات وكانت الدولة تتبع أسعار الصرف المرنة فإن ميزان المدفوعات يتعدل تلقائياً. ولتوضيح عملية التصحيح التلقائي في ميزان المدفوعات، نفترض أن ميزان المدفوعات الجزائري يعاني من عجز وذلك لأن المدفوعات التلقائية أكبر من المستلمات التلقائية وبسبب هذا العجز سيميل سعر صرف الدينار مقابل العملات الأخرى إلى الانخفاض وبالتالي تصبح السلع الجزائرية أرخص أو أقل كلفة من وجهة نظر المستوردين مما يؤدي إلى زيادة الطلب الخارجي على السلع والخدمات الجزائرية يرافقه طلب متزايد على الدينار الجزائري ويستمر هذا الارتفاع في الدينار حتى يصبح توازانياً مع العملات الأخرى وبالتالي يزول العجز في ميزان المدفوعات. والشكل التالي يوضح آلية التصحيح التلقائي في ميزان المدفوعات في حالي العجز والفائض.

الشكل(01): آلية التصحيح التلقائي في ميزان المدفوعات



المصدر: بوخاري لحلو، مطبوعة مالية دولية معمقة، 2019، ص 12

تجدر الإشارة إلى أن عملية التصحيح التلقائي في ميزان المدفوعات تعتمد على مرونة الطلب المحلي على السلع والخدمات المستوردة، وكذلك على مرونة الطلب الأجنبي على صادرات الجزائر من السلع والخدمات.

ب- التدخل الحكومي:

تستطيع الحكومة تصحيح الخلل في ميزان المدفوعات من خلال الانكماش والتضخم المحليين فإذا كان هناك عجز في ميزان المدفوعات فإن الحكومة تقوم بسياسات انكماشية وذلك بتخفيف الطلب الكلي الفعال (رفع الدعم عن السلع الاستهلاكية مثلاً) وبالتالي يحدث انكماش في الدخل وتدني في القوة الشرائية وبالتالي انخفاض الواردات وتقليص العجز في ميزان المدفوعات، ويحدث العكس في حالة الفائض.

ج-السياسات النقدية:

يستطيع البنك المركزي التأثير على السلع والخدمات الأجنبية من خلال تعديل أسعار الصرف إذا كانت الدولة تتبع نظام أسعار الصرف الثابتة أو من خلال تعديل أسعار الفائدة. في حالة وجود عجز في ميزان المدفوعات فإن البنك المركزي يقوم بتخفيض سعر صرف الدينار الجزائري مقابل العملات الأجنبية مما يؤدي إلى انخفاض أسعار السلع والخدمات المحلية مما يؤدي إلى زيادة الصادرات المحلية وانخفاض المستوردات المحلية مما يؤدي إلى تصحيح ميزان المدفوعات.

كما يستطيع البنك المركزي رفع أسعار الفائدة على الدولار مثلا لاستقطاب رؤوس الأموال من الخارج وبالتالي تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات وتجدر الإشارة إلى أن رؤوس الأموال التي تصل إلى البلد من أجل الاستفادة من أسعار الفائدة تكون من النوع قصير الأجل فهي تدفقات مؤقتة وليست مستمرة.

د-الرقابات المباشرة:

تختلف عملية التصحيح أو التكييف من خلال وسائل الرقابة المباشرة عن سابقتها في أنها تعمل بشكل مباشر على كبح جماح قوى السوق بدلا من العمل من خلالها وبما أنها لن تتغير، وإنما تهدف للحد من رغبة الأفراد في الحصول على السلع والخدمات أو في تصدير رأس المال، فإنها تخلق ميلا قويا لدى هؤلاء للتهرب منها بوسائل غير مشروعة أو بحيل شرعية للتخلص من آثارها وقد ينتج عنها انتقال في الطلب نحو السلع المحلية البديلة مما يرفع من أسعارها ويدفع بعوامل الإنتاج بعيدا عن صناعات التصدير. وهكذا تميل الصادرات نحو الانخفاض ويبقى العجز في ميزان المدفوعات موجودا بدرجة أو بأخرى، ومع ذلك فإنها يمكن أن تؤلف وسيلة من وسائل التصحيح إذا ما استعملت سوية مع تدابير أخرى كالسياسات المالية والنقدية. وهناك على وجه العموم ثلاثة أصناف من الرقابات المباشرة هذه لأغراض ميزان المدفوعات وهي:¹

- رقابات تحد من الاستيرادات، مثل نظام الحصص والتعريفات الجمركية وما شابه.
- رقابات تشجيع الصادرات مثل الحسومات الضرائبية وفرض شروط ائتمان مناسبة.
- صنف من الرقابات تؤثر في حرية حركة رؤوس الأموال الدولية مثل وضع قيد على الاستثمارات الخارجية وكذلك على القروض المصرفية للأجانب والضرائب التمييزية على الاستثمارات في الخارج.

¹ هيل عجي جميل الجنابي، مرجع سابق، 78.

هـ- حركة رؤوس الأموال كوسيلة تعديل وتصحيح

إن العامل الآخر الذي يستطيع أن يؤدي دورا مهما إذا خضع للتنظيم وأحسن استعماله في عملية تصحيح الاختلال في التوازن الخارجي يكمن في حركة رؤوس الأموال التي تستطيع أن تقوم بدور مزدوج في هذا الصدد، حيث:¹

- أنها تهيئ متسعا من الوقت لكي يعمل القطر على إعادة التوازن إلى ميزان مدفوعاته؛ إذ قد تأخذ عملية التعديل وقتا طويلا وقد يفضل القطر أن يصحح الميزان تدريجيا فيستورد لذلك رؤوس الأموال لتغطية العجز إلى أن يتحقق التصحيح التام بمضي الوقت.
- قد تعمل رؤوس الأموال كبديل للنموذج التقليدي لعملية التصحيح، ففي حالة وجود عجز في الميزان الحسابي، فإن بالإمكان تغطيته عن طريق تدفق رأس المال من ميزان المدفوعات.

المطلب الرابع: العلاقة بين ميزان المدفوعات وحركة رؤوس الأموال الدولية

هناك علاقة وثيقة بين حركة السلع والخدمات وحركة رؤوس الأموال الدولية، وبالتحديد هناك علاقة بين الإنفاق الوطني والإنتاج والادخار والاستثمار والاستهلاك وبين ميزان حساب رأس المال وميزان الحساب الجاري، ويمكن بيان هذه العلاقة كالتالي:²

الفرع الأول: العلاقة بين الادخار والاستثمار وحساب رأس المال:

يبين الناتج والدخل الوطني أثر هيكل الإنتاج الوطني على العمليات الدولية، والدخل الوطني هو نفسه الإنتاج الوطني، والناتج الوطني، إما أن ينفق على الاستهلاك أو يدخر، كما في المعادلة التالية:³

$$\text{الدخل المحلي} = \text{الاستهلاك} + \text{الادخار} \dots \dots \dots (1)$$

وبصورة مشابهة فإن الإنفاق المحلي يبين الإنفاق على السلع والخدمات، ويقسم هذا الإنفاق إلى الإنفاق الاستهلاكي والإنفاق على الاستثمار الحقيقي، والاستثمار الحقيقي يشمل الإنفاق على الأجهزة والمعدات، كما في المعادلة التالية:

$$\text{الإنفاق المحلي} - \text{الاستهلاك} + \text{الاستثمار} \dots \dots \dots (2)$$

وبإحلال المعادلة (2) محل المعادلة (1) ينتج ما يلي:

$$\text{الإنتاج المحلي} - \text{الإنفاق المحلي} = \text{الادخار} - \text{الاستثمار} \dots \dots \dots (3)$$

¹ B.Sodersten , International, Macmillan, London, 1970, PP.296-297.

² C.S. Eun and Resnick, International Financial Management, Singapore : McGrawHill, Irwin, 2007,P 77

³ Vyuptakesh Shavan, International Financial Management, New-Delhi: Prentice-Hall of Mdia, 2003, P19

ويمكن القول أن زيادة الدخل المحلي عن الإنفاق المحلي يترتب عليه زيادة الادخار عن الاستثمار، ويتولد عن ذلك فائض في رأس المال الوطني يمكن أن يستثمر في الخارج، بحيث يصبح الادخار يساوي الاستثمار مضافاً إليه الاستثمار الأجنبي وكالتالي:¹

$$\text{الادخار} = \text{الاستثمار} + \text{الاستثمار الأجنبي} \dots\dots\dots (4)$$

والاستثمار الأجنبي يساوي صافي تدفق رأس المال العام وتدفق رأس المال الخاص للخارج مضافاً إليه الزيادة في الاحتياطات الرسمية

$$\text{صافي الاستثمار الأجنبي} = \text{صافي رأس المال العام للخارج} + \text{صافي رأس المال الخاص للخارج} + \text{الزيادة في الاحتياطات الرسمية} \dots\dots\dots (5)$$

• صافي تدفق رأس المال الوطني العام للخارج + صافي تدفق رأس المال الوطني الخاص للخارج = العجز في ميزان حساب رأس المال (6)

فإذا كان تدفق رأس المال للخارج هو موجب، فإن ميزان حساب رأس المال الوطني يصبح سالب، ويصبح ميزان حساب رأس المال فائض، إذا كان تدفق رأس المال خارج سالب، أي إذا كان تدفق رأس المال للخارج يفوق تدفق رأس المال للداخل، فإن صافي التدفق لرأس المال يصبح سالباً وينعكس ذلك في حدوث فائض في ميزان حساب رأس المال الوطني، وفي حالة التعويم الحر لسعر الصرف فإن البنك المركزي سوف لا يتدخل في سعر الصرف ولا حاجة للاحتفاظ بالاحتياطات الرسمية، عندئذ الزيادة في الادخار سوف تساوي العجز في ميزان حساب رأس المال لأن هذه المدخرات سوف تتدفق للخارج على شكل استثمارات وطنية، أما لو كان هناك عجز في المدخرات فإن ذلك العجز يساوي الفائض في حساب رأس المال، لأن العجز في المدخرات يتطلب الحصول على تمويل من الخارج ينعكس في إحداث فائض في ميزان حساب رأس المال لتسوية هذا العجز.

وعليه إذا كان الإنتاج أكبر من الإنفاق فإن الادخار أكبر من الاستثمار الوطني وسوف يملك البلد تدفق رأس المال نحو الخارج، وهذا التدفق يظهر في عنصرين، عجز في ميزان حساب رأس المال وزيادة في الاحتياطات الرسمية. أما لو كان الدخل المنفق أكبر من الإنتاج فسوف يكون الاستثمار أكبر من الادخار وسوف يحدث تدفق صافي لرأس المال نحو الداخل، وهذا التدفق يظهر في فائض في ميزان حساب رأس المال وانخفاض في الاحتياطات الرسمية لدى البنك المركزي.

الفرع الثاني: العلاقة بين حساب رأس المال والميزان التجاري

لقد ذكرنا قبل قليل أن الناتج المحلي ينفق على السلع والخدمات، والمتبقي من السلع والخدمات يتم تصديره، وبصورة مشابهة فإن الإنفاق على السلع والخدمات المحلية يمثل نسبة من الإنفاق الكلي، وما يتبقى من الإنفاق الكلي يجب أن ينفق على الواردات، ويمكن توضيح ذلك بالمعادلة التالية:²

$$\text{الدخل الوطني} - \text{الإنفاق الوطني} = \text{الصادرات} - \text{الواردات} \dots\dots\dots (7)$$

¹ Allan C. Shapiro, Foundations of Multinational Financial Management, P. 70

² Allan C. Shapiro, Op.cit, P. 76

وتبين هذه المعادلة أن الفائض في ميزان الحساب الجاري يحدث عندما يصبح الإنتاج الوطني أكبر من الإنفاق الوطني، وبصورة مشابهة فإن العجز في ميزان الحساب الجاري يحدث عندما يزيد الإنفاق الوطني عن الإنتاج الوطني وبإعادة ترتيب المعادلة السابقة ينتج عنها المعادلة التالية:

$$\text{الادخار} - \text{الاستثمار} = \text{الصادرات} - \text{الواردات} \dots\dots\dots (8)$$

وطبقاً إلى هذه المعادلة، فإن زيادة الادخار عن الاستثمار يؤدي إلى تمتع البلد بفائض في ميزان الحساب الجاري وتوضح هذه المعادلة أن اليابان مثلاً يمتلك مدخرات أكبر من الاستثمارات مقارنة بأمريكا التي تمتلك مدخرات أقل من الاستثمارات، وبالتالي تعاني من عجز في ميزان الحساب الجاري. ويلاحظ أن الصادرات مطروحاً منها الواردات تساوي صافي الاستثمار الوطني، وذلك حسب المعادلة التالية:

$$\text{الصادرات} - \text{الواردات} = \text{صافي الاستثمار الأجنبي} \dots\dots\dots (9)$$

وتبين هذه المعادلة أن ميزان الحساب الجاري يجب أن يساوي صافي تدفق رأس المال نحو الخارج، وعليه فإن أي عائد بالنقد الأجنبي يأتي من الصادرات يجب أن ينفق أما على الواردات أو لتسديد ديون الأجانب ولزيادة الاحتياطيات لدى البنك المركزي. فإذا كان ميزان الحساب الجاري فائض فيجب أن يكون البلد مصدر لرأس المال، أما إذا عاني من عجز فيصبح بلد مستورد لرأس المال، وتبين هذه المعادلة لماذا اليابان الذي يتمتع بفائض كبير في ميزان حسابه الجاري يعتبر أكبر مصدر لرأس المال وأمريكا مع عجز كبير في الحساب الجاري أصبحت أكبر مستورد لرأس المال، فأمريكا تستورد من اليابان أكبر مما يستورد اليابان من أمريكا وبالتالي فإن استثمار اليابان في أمريكا أكبر من استثمار أمريكا في اليابان، وأي عجز بين أمريكا واليابان يجب أن يساوي الفائض في ميزان حساب رأس المال في أمريكا.

وتشير المعادلة السابقة أن زيادة السلع والخدمات المستوردة على السلع والخدمات المنتجة في الداخل يحدث عجزاً في الميزان الجاري، ويجب أن يمول هذا العجز، إما بواسطة القروض الخارجية (إحداث فائض في ميزان حساب رأس المال) أو إحداث عجز في الاحتياطيات الرسمية. وهكذا في ظل التعويم الحر فإن ميزان الحساب الجاري وميزان حساب رأس المال يجب أن يعدل بعضهما البعض الآخر، ومع تدخل الحكومة في سوق الصرف الأجنبي، فإن ميزان الحساب الجاري زائداً ميزان حساب رأس المال زائداً حساب الاحتياطيات الرسمية يجب أن يساوي صفر، وهذه العلاقة يمكن توضيحها بالمعادلة التالية:¹

$$\text{الانتاج الوطني (Y) - الإنفاق على الاستهلاك (E)} \quad \text{الإنفاق الكلي (TE) - الإنفاق على الاستهلاك (C)}$$

$$\text{الادخار الوطني (S)} \quad \text{الاستثمار (I)}$$

$$= \text{صافي الاستثمار الأجنبي أو الزيادة في المستحقات على الأجانب والاحتياطيات الرسمية (IF)}$$

$$Y - E = S - I = If \dots\dots\dots (10)$$

الدخل الوطني - (Y) الإنفاق على السلع

والخدمات الوطنية (E)

الصادرات (X)

$$Y - TE = S - I = X - M = If \dots\dots\dots (11)$$

الإنفاق الكلي (TE) - الإنفاق على السلع

والخدمات الوطنية (E)

الواردات (M)

¹ Allan C. Shapiro, ibid, P. 79

أي: الناتج – الإنفاق = الادخار - الاستثمار = الصادرات – الواردات
= صافي الاستثمار الأجنبي

فإذا كان الدخل أو الإنتاج أكبر من الإنفاق فإن الادخار سوف يكون أكبر من الاستثمار والصادرات أكبر من الواردات، ويحدث تدفق لرأس المال نحو الخارج، أما إذا كان الإنفاق أكبر من الإنتاج فسوف يكون الاستثمار بدوره أكبر من الادخار والواردات أكبر من الصادرات وسوف يحدث تدفق لرأس المال للداخل. وهذه العلاقة مهمة لأن تحسين ميزان المدفوعات لا يتم إلا من خلال الفائض في ميزان الحساب الجاري وذلك من خلال ما يلي:

1- زيادة الناتج الوطني عن الإنفاق الوطني.

2- زيادة المدخرات الوطنية عن الاستثمار الوطني.

كما أن تحسين ميزان الحساب الجاري من خلال تخفيض الواردات دون أن يؤثر على الإنتاج الوطني والإنفاق والمدخرات والاستثمار سوف يترك العجز التجاري على حالة، وبالتالي لا يمكن تحقيق هذا الهدف بدون إتباع سياسة اقتصادية فعالة.

الفرض الثالث: العلاقة بين العجز الميزانية العامة والعجز الحساب الجاري:

تتضمن النفقات الحكومية والضرائب الدخل والإنفاق المحلي، ومن خلال المقارنة بين القطاع الخاص والحكومي يمكن أن نرى أثر العجز الحكومي على العجز في ميزان الحساب الجاري. ويقسم الإنفاق الوطني إلى إنفاق القطاع العائلي مضافاً إليه الاستثمار الخاص زائد الإنفاق الحكومي وإنفاق القطاع العائلي يساوي الدخل الوطني ناقصاً حجم الادخار الخاص والضرائب. ويمكن توضيح ذلك بالمعادلة التالية:

الإنفاق الوطني = إنفاق القطاع العائلي + الاستثمار الخاص + الإنفاق الحكومي..... (12)

الانفاق الوطني = الدخل الوطني – (الادخار الخاص + الضرائب) + الاستثمار الخاص + الإنفاق الحكومي
.....(13)

وبإعادة ترتيب هذه المعادلة يحدث زيادة في النفقات وحسب المعادلة التالية:

الإنفاق الوطني – الدخل الوطني = الاستثمار الخاص – الادخار الخاص + (النفقات الحكومية – الضرائب).....(14)

لذلك فإن العجز بالموازنة يساوي النفقات الحكومية ناقصاً الضرائب، وتشير المعادلة الأخرى (14) بأن زيادة النفقات الوطنية عن الدخل الوطني يتضمن عنصراً:

الأول: زيادة الاستثمار الوطني الخاص عن الادخار الوطني

الثاني: زيادة النفقات الحكومية عن الضرائب أو الإيرادات الحكومية
وعليه فإن:

الإنفاق الوطني – الدخل الوطني = صافي تدفق رأس المال نحو الداخل..... (15)

والمعادلة الأخيرة تشير بأن الزيادة في النفقات الوطنية تساوي الاقتراض من الخارج، أي أن:

ميزان الحساب الجاري = الفائض في المدخرات – العجز بالموازنة.....(16)

وهذه المعادلة تشير بأن ميزان الحساب الجاري يساوي الادخار الخاص ناقصاً رصيد الاستثمار مطروحاً منه العجز بالموازنة. وطبقاً لذلك إذا كان هناك عجز في الحساب الجاري، فإن الادخار لا يمكن لوحده أن يمول الاستثمار الخاص والعجز بالموازنة، وبالمقابل إذ كان هناك فائض بالحساب الجاري فإن الادخار أكبر من الاستثمار وبالتالي يمكن تمويل الاستثمار الخاص والعجز بالموازنة، فالبالد عندما تكون مدخراته 120 مليار واستثماراته 130 مليار دولار والعجز بالموازنة 80 مليار دولار، فمعنى ذلك أن الزيادة في النفقات الوطنية تصل 90 مليار دولار.

و يبين الجدول التالي مثال توضيحي للعلاقة بين حساب الادخار والاستثمار والعجز في ميزان الحساب الجاري والعجز بالموازنة خلال الفترة 2007-2011 لدولة الأردن.

جدول رقم (2): العلاقة بين الادخار والاستثمار والعجز في ميزان الحساب الجاري والعجز بالموازنة

الفترة	المدخرات	الاستثمار الخاص	الادخار - الاستثمار	عجز الموازنة	ميزان الحساب الجاري
2007	4000	6000	2000-	958.4-	2038-
2008	45000	7000	2500-	1056.5-	1457.2-
2009	6000	8000	2000-	1842.7-	882.9-
2010	6500	9000	2500-	1446.9-	1336.3-
2011	8000	12000	4000-	2598-	2464-

المصدر: البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية، 2012، 02

فخلال الفترة 2007-2011 حدث عجز بالموازنة في الأردن ورافقه عجز في ميزان الحساب الجاري، والعجز في ميزان الحساب الجاري هو انعكاس لزيادة في الاستثمار عن المدخرات الوطنية، وزيادة في الواردات عن الصادرات وزيادة الإنفاق الكلي عن الناتج الكلي.

الفرع الرابع: المؤشرات الاقتصادية لميزان المدفوعات

أ-علاقة الميزان التجاري بالاقتصاد الكلي:

لدينا العلاقة التالية والتي تحقق المساواة بين الموارد والاستخدامات في اقتصاد ما:

$$Y=C + I +(X-M) \dots\dots\dots(1)$$

حيث: Pib: الإنتاج من السلع مقيماً بالناتج الداخلي الخام (Y) بسعر السوق في فترة معينة .

C:الاستهلاك الداخلي الخاص والعمومي .

I: الاستثمار الداخلي الخاص والعمومي. X: الصادرات من السلع.

M: الواردات من السلع. يمكن استنتاج ما يلي من العلاقة (1):

$$Y - (C+I). = X - M \dots\dots\dots (2)$$

حيث:

C+I: يمثل الاستخدامات الداخلية ونرمز لها بـ (EL)، ومنه:

$$Y - EL = X - M \dots\dots\dots (3)$$

حيث:

Y-EL: الفائض أو العجز في الناتج الداخلي.

X-M: .: رصيد الميزان التجاري

فإذا حقق البلد فائض من الناتج الداخلي ($Y-EL > 0$)، فهذا يعني أن الاستخدامات الداخلية مغطاة بجزء من الناتج الداخلي الخام ويوجه الباقي منه (الفائض) إلى التصدير وهو ما يفسر الرصيد الموجب للميزان التجاري في هذه الحالة، ($X-M > 0$)

ب-معدل التغطية (TC):

وهو عبارة عن نسبة الصادرات X إلى الواردات M من السلع

$$TC = (X/M) \times 100 \dots\dots (4)$$

هذا المعدل يبين مدى قدرة الإيرادات الآتية من الصادرات على تغطية المدفوعات الناتجة عن الواردات، فإذا كان هذا المعدل أصغر من مئة فهذا يعني أن قيمة الصادرات لا تغطي قيمة الواردات ولذا يجب على البلد البحث عن موارد أخرى لتمويل وارداته.

ج-معدل التبعية (TD):

وهو عبارة عن نسبة الواردات من السلع (M) إلى الناتج المحلي الخام (PIB)

$$TD = (M / PIB) \times 100 \dots\dots\dots (5)$$

كلما كان هذا المعدل أصغر كلما كان البلد أقل تبعية للخارج.

د-معدل القدرة على التصدير TE:

وهو عبارة عن نسبة الصادرات من السلع إلى الناتج المحلي.

$$TE = (X / PIB) \times 100 \dots\dots\dots (5)$$

وكلما كان هذا المعدل كبيرا فإن ذلك يدل أن للبلد قدرات كبيرة للاعتماد على قطاع التصدير.

أسئلة الفصل الأول:

- 1- عرف ميزان المدفوعات؟
- 2- ماهي القاعدة المستخدمة في التوازن في ميزان المدفوعات؟
- 3- حدد مفهوم الميزان التجاري ومتى يحصل الاختلال فيه؟
- 4- بين مفهوم ميزان الخدمات واهم البنود الداخلة فيه؟
- 5- اين يسجل العائد من الاستثمارات الأجنبية؟
- 6- ما هو مفهوم ميزان التحويلات من جانب وأشكال هذه التحويلات؟
- 7- وضح مفهوم ميزان حساب رأس المال واهم البنود الداخلة فيه؟
- 8- حدد مفهوم ميزان الذهب والنقد الأجنبي وطبيعة التغيرات التي تطرأ على أرصده؟
- 9- ماهي مكونات الاحتياطيات الدولية وأهميتها لأسعار الصرف الثابتة؟
- 10- ماهي مكونات الاحتياطيات الدولية وأهميتها لأسعار الصرف الثابتة؟
- 11- عرف التوازن والاختلال في ميزان المدفوعات؟
- 12- ما لفرق بين التوازن بالمعنى المحاسبي والتوازن بالمعنى الاقتصادي؟
- 13- ما لفرق بين تدفقات التسوية وتدفقات التلقائية؟
- 14- ماهي شروط التوازن في ميزان المدفوعات بالمعنى الاقتصادي؟

الفصل الثاني: سوق وسعر الصرف الأجنبي

الأهداف التعليمية

- ◉ الهدف الأول: تحديد مفهوم سعر الصرف وتقسيماته
- ◉ الهدف الثاني: تحديد أسعار البيع والشراء وهوامش الاتجار في أسواق العملات الأجنبية
- ◉ الهدف الثالث: معرفة النظريات والنماذج المفسرة لسعر الصرف
- ◉ الهدف الرابع: تحليل أسواق الصرف، وتحديد الفروق بين المضاربة والمراجعة

المبحث الأول: مفهوم سعر الصرف وتقسيماته

يشير سعر الصرف الأجنبي إلى عدد وحدات العملة الوطنية التي يستلزم دفعها لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية، أو عدد وحدات العملة الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الوطنية¹. كما يعرف بأنه عبارة عن نسبة تبادل يتم على أساسها تحديد قيمة العملة الوطنية تجاه العملات الأخرى في العالم (ثمن عملة دولة ما مقومة في شكل عملة دولة أخرى) أي أن سعر الصرف يبين تطور القيمة الخارجية للعملة المحلية².

المطلب الأول: تقسيمات سعر الصرف

1- من حيث تسعير العملات

أ- التسعير المباشر:

هو عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية حيث أن هذه الطريقة قليل من الدول التي يستخدمها، ونذكر أهم دولة تستخدم التسعير المباشر هي بريطانيا.

$$1 \text{ £ جنيه إسترليني} = \$ \times \times \times$$

ب- التسعير غير المباشر:

هو عدد وحدات ثمن العملة المحلية الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية، وتتبع هذه الطريقة من غالبية بلدان العالم بما فيها الجزائر، إذ يقاس الدولار بعدد الوحدات من الدينار الجزائري. مثلا:

$$DA \times \times \times = \$1$$

ج- التسعير التقاطعي

هو إيجاد سعر صرف عملة مقابل عملة أخرى، من خلال إيجاد سعر صرف هاتين العملتين مقابل عملة ثالثة أو وسيطة في الغالب يكون الدولار الأمريكي. فإذا كان:

$$1 \text{ دينار جزائري} = 2 \text{ دولار}$$

$$1 \text{ دينار تونسي} = 1 \text{ دولار}$$

بالتالي: 1 دينار جزائري = 2 دينار تونسي

¹ANNE O. Krueger, Exchange Rate Deter miatory, Cambridge University, London, 1983, P.16

²عوض الله زينب، العلاقات الاقتصادية الدولية، الدار الجامعية، بيروت، 1990، ص8.

2- سعر الصرف الاسمي وسعر الصرف الحقيقي

أ-سعر الصرف الاسمي: هو سعر الصرف بين عملتين دون الأخذ بعين الاعتبار عن مدى القدرة الشرائية من السلع والخدمات لهاتين العملتين بين البلدين، حيث أن هذا الأخير يتحدد يوميا في أسواق الصرف (سعر صرف مرن) متعرضا لذلك، إما لتحسن أو تدهور قيمته ويستجيب لمجموعة من المحددات كتطور الأسعار الوطنية والدولية معدلات الفائدة والعوامل النفسية¹.

كما تجدر الإشارة إلى أن سعر الصرف الاسمي ينقسم إلى نوعين:

- **سعر الصرف الرسمي:** وهو السعر المعمول به في المبادلات الجارية الرسمية، ويستند على أسعار رسمية معلنة بالفعل، ويتم التعامل عليها وفقا لما هو معلن بالفعل، وكلما كان هذا السعر عادلا كلما كان السوق متوازنا متوازنا فعالا.
- **سعر الصرف الموازي:** هو السعر المعمول به في الأسواق الموازية، يخضع لقوى المساومة بين الطرفين وهو سعر متغير من عملية إلى أخرى ومن عميل إلى آخر، كما انه سعر غير ثابت وغير معلن رسميا، بل يتم إعلانه بشكل شخصي، مما يعني إمكانية وجود أكثر من سعر صرف اسمي في نفس الوقت لنفس العملة في البلاد.

ب- سعر الصرف الحقيقي:

يعبر عن الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، وبالتالي يقيس القدرة على المنافسة، كما انه يساعد المتعاملين الاقتصاديين على اتخاذ قراراتهم².
إن اتجاه وميل مؤشر سعر الصرف الحقيقي نحو الارتفاع يؤدي إلى ضعف وتقلص التنافسية للسلع المصدرة من حيث الأسعار، وبالمقابل فان انخفاض هذا المؤشر يعتبر عامل إيجابي يؤدي إلى القدرة التنافسية وبالتالي تشجيع الصادرات، لهذا فان لاتجاهات هذا المؤشر الحقيقي للصرف أهمية كبيرة بالنسبة لميزان المدفوعات وكذا لتطورات ونمو الأسواق السلعية والنقدية والمالية³.

بافتراض أن المستوى العام للأسعار للبلد هو P ، وفي البلد الأجنبي هو P^* وسعر الصرف الاسمي هو E فإن سعر الصرف الحقيقي (e) هو كالتالي:

$$e = EP^* / P$$

حيث e يعكس الأسعار الأجنبية بدلالة الأسعار المحلية.

مثال: نأخذ حالة البرازيل منذ بداية سنة 2000 حتى الربع الأول من عام 2002. وتعد هذه الفترة ممتازة بسبب حدوث تغيير جوهري في قيمة الريال البرازيلي خلال هذه الفترة الزمنية.

¹Bertrand Nezeys, les politiques de competitivite, édition economica, paris, 1993, P.12

² عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003، ص104

³Larbi Dohni, Carol Hainaut, les taux de changes, éd DE boek, BRUXELLE, 2004, P.16

فقد كان سعر الصرف الحاضر (الآني) بين الريال البرازيلي والدولار الأمريكي هو 1.806 ريال مقابل كل دولار، وذلك في جانفي 2000 ثم أصبح 2.714 ريال مقابل كل دولار عام 2002. ومفاد ذلك حدوث انخفاض في قيمة الريال البرازيلي في مواجهة الدولار بنحو 50.3%.

ونتناول الآن أثر تغيرات الأسعار على القوة الشرائية المتاحة للمستهلك الأمريكي من السلع والخدمات البرازيلية، ولكي نحدد هذا الأثر نحتاج إلى استخدام الأرقام القياسية للأسعار. والتي تحسب التغير في أسعار سلة من السلع والخدمات التي يقوم مستهلك افتراضي باستهلاكها. CPI.

في و.م.أ كان الرقم القياسي لأسعار المستهلك يعادل 110.4 في جانفي 2000 وأصبح 118.1 في جوان 2002. أما البرازيل فقد كان 133.9 و 163.5 على التوالي.

بالتالي فمعدل التضخم في و.م.أ هو 7% و 22.1% في البرازيل.

بالتالي نجد أن كل ريال برازيلي فقد الكثير من قوته الشرائية المحلية، ونفس الأمر بالنسبة للدولار في و.م.أ لكن بدرجة اقل.

من هنا فان التضخم السعري في البرازيل يلغي جزءا من مكاسب العملة التي تحققت نتيجة ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي بالنسبة للريال البرازيلي. ولمعرفة كيف حدث ذلك نقوم بحساب سعر الصرف الحقيقي. حيث:

$$S_t = S_t \times (P_t^{us} / P_t^b) = 1.49(2000) \dots \dots \dots (2002) 1.96$$

31%

3- سعر الصرف الفعلي الحقيقي (القوة الشاملة أو الضعف لعملة ما):

إن ما سبق وتطرقنا إليه هي الأسعار الثنائية، التي تقيس قيمة عملة بلد مع عملة بلد آخر، وفي يوم من الأيام نلاحظ أن العملة ترتفع قيمتها أمام عملات أخرى. وفي حالات أخرى قد نجد قيمة الدولار مثلا تتهاوى أمام الجنيه الإسترليني والين والدولار الكندي، وفي نفس الوقت قد ترتفع قيمة الدولار أمام اليورو والفرنك السويسري والبيزو المكسيكي. بالتالي فان أسعار الصرف الثنائية قد انخفض بعضها وارتفع بعضها الآخر. وهنا السؤال هل أصبح الدولار أكثر قوة أم أكثر ضعفا؟

هنا يستخدم الاقتصاديون سعر الصرف الفعلي للإجابة عن التساؤل.

يعبر سعر الصرف الفعلي عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية ما، وبالتالي مؤشر سعر الصرف الفعلي يساوي متوسط عدة أسعار صرف ثنائية، فهو مؤشر ذو دلالة ملائمة على تنافسية البلد تجاه الخارج، ولا بد أن نخضع هذا المعدل الاسمي إلى التصحيح بإزالة أثر تغيرات الأسعار النسبية، وهو ما يعبر عنه بسعر الصرف الفعلي الحقيقي E_a .

إن تكوين سعر الصرف الفعلي، يستلزم قيام الاقتصاديين بعدد من الخيارات:

1- تحديد سلة العملات currency basket التي من خلالها يتم قياس سعر الصرف الفعلي لأنه من غير العملي أن نقيس قيمة العملة في مواجهة كل عملة أخرى في العالم، بالتالي يقوم الاقتصاديون باختيار العملات ذات الأهمية بحسب اعتقادهم عن طريق تطبيقات معينة.

2- الاختيار الثاني هو انتقاء سنة الأساس a base year والتي تعتبر نقطة إشارة بالنسبة للزمن. و تتحدد قيمة سنة الأساس بالمقدار 100، ويتم قياس التغييرات عن سنة الأساس، فإذا كانت سنة الأساس 2004، فإن سعر الصرف الفعلي هو 100، وإذا كان سعر الصرف الفعلي سنة 2006 هو 125 فمعنى ذلك حدوث ارتفاع مقداره 25 في سعر الصرف الفعلي.

3- وأخيرا ينبغي على الاقتصاديين اختيار الأوزان الترجيحية المناسبة. وتعني عملية الترجيح إعطاء تركيز أكبر على العملات الأكثر أهمية في سلة العملات، وتركيز أصغر على العملات الأقل أهمية في هذه السلة ويقوم الاقتصاديون بتحديد الأوزان سواء على أساس ثنائي، أو على أساس متعدد الأطراف.

- الأوزان الثنائية: تعكس تدفقات التجارة لدولة واحدة مع الولايات المتحدة، مثلا بالنسبة لإجمالي تجارة الولايات المتحدة الأمريكية مع جميع الدول المدرجة في القائمة.
- الأوزان متعددة الأطراف: تعكس تدفقات التجارة الخاصة بإحدى الدول مع جميع الدول المدرجة في القائمة منسوبة إلى إجمالي حجم التجارة فيما بين جميع الدول المدرجة المشار إليها.

مثال: عن سعر الصرف الفعلي بين دولتين

نستخدم عام 2014 كسنة أساس، ثم نقوم بعمل سعر صرف فعلي بسيط للولايات المتحدة الأمريكية بين عامي 2014 و2016، وللإيضاح سنستخدم بيانات أكبر شريكين تجاريين لأمريكا وهما كندا واليابان.

• تكوين الأوزان الثنائية w:

نحسب إجمالي التجارة بين و.م.أ وكندا وأيضا بين و.م.أ واليابان، بمعنى صادرات مضاف إليها الواردات (X+M).

نحسب الآن الوزن الخاص لكل دولة من خلال، قسمة إجمالي التجارة للدولة إلى إجمالي التجارة في الدولتين الشريكتين.

إذا افترضنا أن: الصادرات والواردات الأمريكية لكندا واليابان كانت كالآتي:

البيان	2014 (كندا)	2014 (اليابان)
الصادرات	160.900	51.449
الواردات	209.087	121.428

$$W^{bcn} = (160.900+209.087)/[(160.900+209.087)+(51449+121.428)]=0.68$$

ويوضح الوزن النسبي المحسوب أن إجمالي تجارة الولايات المتحدة الأمريكية مع كندا تشكل 68% من إجمالي التجارة الأمريكية مع كندا واليابان.

$$W^{bj} = (51449+121.428)/[(160.900+209.087)+(51449+121.428)]= 0.32$$

ويوضح الوزن النسبي المحسوب أن إجمالي تجارة الولايات المتحدة الأمريكية مع اليابان تشكل 32% من إجمالي التجارة الأمريكية مع كندا واليابان.

- تحديد أسعار الصرف النسبية: من خلال حساب كل واحد من أسعار الصرف الثنائية بالنسبة لسعر الصرف في سنة الأساس. بمعنى نقسم سعر الصرف في كل حالة على قيمة سعر الصرف في سنة الأساس.

الخطوة التالية نقسم سعر الصرف في كل حالة على سعر الصرف في سنة الأساس. مما يعطينا قيمة العملة بالقياس إلى قيمتها خلال سنة الأساس المشار إليها.

القيمة 1 تعني أن القيمة في 2004 هي 100%، من قيمة نفس العام.

والقيمة 1.036 لعام 2006 تعني أن قيمة سعر الصرف تعادل 103.6% من قيمة سعر الصرف لسنة 2004، وباستكمال نفس الحسابات بالنسبة للين نحصل على القيمة 1 بالنسبة لعام 2014 والقيمة 0.989 بالنسبة لسنة 2016 أي 98.9%.

ويوضح سعر الصرف الفعلي متوسط قيمة سعر الصرف بين الدولار الأمريكي والدولار الكندي والين الياباني في سنة ما قياسا إلى القيمة في سنة الأساس، وفي مثالنا كانت قيمة سعر الصرف الفعلي في سنة الأساس 2014 هي 100، لذلك يكون سعر الصرف الفعلي في عام 2016 هو:

$$EER=[(0.68)(1.036)+(0.32)(0.989)]\times 100 = 102.10$$

ومفاد ما سبق، أن متوسط قيمة سعر الصرف في عام 2016 كان 102.10% من قيمتها عام 2014، وهذا يدل على أن قيمة الدولار ارتفعت بالقياس إلى الدولار الكندي والين الياباني من عام 2014 إلى عام 2016 ومقدار الارتفاع في الحادث في قيمة الدولار الأمريكي هو:

$$[(102.10-100)/100]= 2.10\%$$

4-سعر الصرف التوازني: حيث تقترن تسمية هذا الاسم مع التوازن الاقتصادي الكلي، أي أن سعر الصرف التوازني يعبر عن توازن مستديم لميزان المدفوعات عندما يكون الاقتصاد ينمو بمعدل طبيعي¹. كما أنه ذلك السعر الذي تتكافأ عنده الكمية المطلوبة من عملة معينة مع الكمية المعروضة من هذه العملة.

المطلب الثالث: أسعار البيع والشراء وهوامش الاتجار في أسواق العملات الأجنبية:

1- الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع

إذا كنت تعيش في منطقة حضرية من المرجح أن يقدم المصرف الذي تتعامل معه خدمات المصرف الأجنبي. وإذا حاولت أن تتصل هاتفيا بهذا المصرف لمعرفة سعر العملة ما، فإن الشخص الذي يرد على الهاتف أما أن يعطيك سعرين للصرف أو يسألك عما إذا كنت تريد معرفة سعر البيع أم سعر الشراء. والسعر الذي يرغب المصرف في شراء عملة معينة على أساسه يسمى سعر الشراء bid price. أما السعر الذي يرغب على أساسه في بيع عملة ما، يطلق عليه سعر البيع أو سعر العرض ask price offer.

مثال:

طالب جزائري ذهب للدراسة في لندن، وأراد تحويل الدينار الجزائري الى جنيهات إسترلينية وعند سؤاله عن سعر الصرف في أحد المصارف، كانت الإجابة: 10.8184 و 10.8176. بالتالي فإن السعر المنخفض هو سعر الشراء bid or bying price، أي عدد الدينار الجزائرية التي يرغب المصرف في إعطائها مقابل جنيهه إسترليني واحد. والسعر المرتفع هو سعر البيع ask or selling price وهو عدد الدينار الجزائرية التي يرغب الشخص في إعطائها مقابل الحصول على جنيهه إسترليني واحد.

2- الهامش بين سعري الشراء والبيع

في المعتاد، لا تتقاضى المصارف أي رسوم على معاملات الصرف الأجنبي فهي تكتفي بما تحصل عليه من هامش بين سعري الشراء والبيع (هامش الاتجار trading margin) حيث يعكس هذا المدى تلك النفقات والمخاطر المصاحبة لمعاملات الصرف الأجنبي ويحسب كمايلي:

$$\text{الهامش بين السعيرين} = \frac{(\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء})}{\text{سعر الشراء}} \times 100$$

والجدير بالذكر، أنه كلما زاد حجم الاتجار في عملة معينة، كلما قلت احتمالات التقلب في قيمة هذه العملة وانخفض بالتالي الهامش بين السعيرين، وهو ما يعكس الانخفاض النسبي للنفقات والمخاطر المصاحبة للتعامل في الصرف الأجنبي.²

¹بالقاسم العباس، سياسات أسعار الصرف، سلسلة دورية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 23، 2003

²جوزيف دانيالز ديفيد فانهوز، ترجمة محمود حسن حسني و ونيس فرج عبد العال، اقتصاديات النقود والتمويل الدولي، دار المريخ للنشر، الرياض، 2010 ص 67.

المطلب الرابع: المراجعة على الصرف الأجنبي

يوجد بعض التجار لديهم سمعة طيبة لجني أرباح هائلة في سوق الصرف الأجنبي، عن طريق نشاط المراجعة الذي يقود إلى تحقيق هذه الأرباح.

بالتالي فالمراجعة ببساطة هي اشترى رخيصا وبع غاليا. بهدف تحقيق أرباح فورية ناتجة عن الفروق في الأرباح. وتشير المراجعة المكانية إلى عمليات المراجعة التي تتم عبر الحيز الفضائي مثل التعامل بين أسواق تقع في أماكن جغرافية مختلفة. ولكي تتواجد فرص المراجعة المكانية، ينبغي أن يختلف سعر الصرف العملة من سوق لأخرى.

المبحث الثاني: النظريات والنماذج المفسرة لسعر الصرف

إن تعدد الأنظمة النقدية التي اتخذت مقاييس مختلفة، يتم على أساسها اختيار القاعدة النقدية، هذا بالإضافة إلى اختلاف المؤشرات الاقتصادية والمالية المقدمة في تحديد قيمة العملة، أدى إلى تعدد النظريات المفسرة لتكوين وتحديد سعر الصرف.

1- نظرية ميزان المدفوعات

تقوم هذه النظرية على أساس أن سعر الصرف عملة دولية ما، يتحدد وفق حالة ميزان مدفوعاتها فإذا حقق الميزان عجزا بمعنى رصيدا سالبا، هذا يدل على زيادة الكميات المعروضة من العملة المحلية مما ينتج عنه انخفاض في قيمتها الخارجية، و يحدث العكس عندما يحقق ميزان المدفوعات فائضا، أي رصيد موجب، فهذا يعني ارتفاع الطلب على العملة المحلية، الشيء الذي يؤدي إلى ارتفاع قيمتها الخارجية¹.

- الانتقادات: تتميز هذه النظرية بالتعقيد، كما أنها تأخذ بعين الاعتبار الأرقام القياسية النسبية، كمحدد هام لتفسير حركة التجارة في الأجل الطويل.

2- نظرية تعادل القوة الشرائية:

يعود أصل نظرية تعادل القوة الشرائية إلى الاقتصادي السويدي CASSEL GUSTAV ، "الذي قام بصياغتها عام 1922 ، عندما أصدر كتاب بعنوان "النقود و أسعار الصرف الأجنبي بعد عام 1914. يرى "CASSEL GUSTAV" أن سعر أية عملة يتحدد وفق قوتها الشرائية في السوق المحلية بالنسبة لمقدرتها في الأسواق الخارجية، ومن ثم فإن العلاقة بين عمليتين تتحدد تبعا للعلاقة بين مستويات الأسعار السائدة في كل من الدولتين، ومنه فإن التغيرات التي تحدث على مستوى أسعار الصرف تعكس التباين في الأسعار

¹نعمان سعدي سياسة الصرف في إطار برامج التصحيح الهيكلي لصندوق النقد الدولي) رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (جامعة الجزائر 1998 ، ص

النسبية لكلا الدولتين، أما سعر الصرف التوازن الذي يستقر عنده سعر الصرف في زمن معين يعني تساوي القوة الشرائية للعملة¹.

وأول نظرية لسعر الصرف تم استخدامها لتحديد ما إذا كانت عملة ما مقومة بأعلى أو بأقل من قيمتها معرفة باسم نظرية تعادل القوة الشرائية. ونتيجة لبساطة هذه النظرية، فقد أعطاها الاقتصاديون أهمية كبيرة من حيث تطبيقها على تشكيلة من السياسات والقضايا العملية.

2-1- الصيغة المطلقة لتعادل القوة الشرائية

يشير تعادل القوة الشرائية (PPP) (PURCHASING POWER PARITY) إلى أنه بإهمال نفقة المعاملات والفروق الضريبية والقيود على التجارة، فإن السلع والخدمات المتجانسة التي يتم الاتجار فيها، ينبغي أن يكون لها نفس السعر في الدولتين بعد تحويل أسعارها إلى عملة مشتركة. لذلك غالباً ما يطلق على تعادل القوة الشرائية، اصطلاح "قانون السعر الواحد"

ولإيضاح هذه الفكرة، نفترض أن سعر المعطف الواقي من المطر هو 450 دولار في و.م.أ و300 جنيه إسترليني في لندن. بالتالي فتعادل القوة الشرائية يفترض أن سعر الصرف هو 1.5 دولار لكل جنيه إسترليني. وفي ظل تعادل القوة الشرائية، يكون ثمن المعطف في لندن يعادل ثمنه في نيويورك (300 إسترليني $\times 1.5 = 450$ دولار)

أما إذا كان سعر الصرف السائد هو 1.6، فإن المراجع الذي يستطيع شراء المعطف بـ \$450 من سوق نيويورك، وبيعه في لندن £300، ليحصل على ربح \$30.

وفي المعتاد تشهد الأسواق الثلاث (سوق المعاطف في نيويورك، وسوق المعاطف في لندن وسوق الصرف الأجنبي) بعض المواءمات. حيث أن زيادة الطلب على المعاطف في نيويورك قد تؤدي إلى زيادة سعر هذه المعاطف، بالمقابل زيادة المعروض من المعاطف في سوق لندن، يمكن أن ينجم عنها انخفاض في سعر هذه المعاطف. كما يترتب زيادة الطلب على الدولار بالقياس مع الجنيه الإسترليني، مما ينجم عنه ارتفاع في قيمة الدولار بالنسبة للإسترليني.

إن جميع هذه المواءمات التي تنتج عن أنشطة المراجعة سوف تؤدي إلى تعادل أسعار السلع والخدمات محل الاتجار، عند تقويمها بنفس العملة، مما يقلل من فرصة المراجعة.

¹ مي بول هالوود ورونالد ماكدونالد، ترجمة محمود حسن حسني و نيس فرج عبد العال، النقود والتمويل الدولي، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2007، ص. 54

مما سبق في المثال، نرى أن الفروق السعرية بين اقتصادين (دولتين)، يمكن أن تقود إلى تغييرات في الطلب على عملة ما، وعلى ذلك نستطيع أن نستنتج أن الفروق السعرية يمكن اعتبارها أحد عوامل الطلب على العملة، لأن الأسعار المنخفضة نسبيا في دولة ما يمكن أن تؤدي إلى زيادة الطلب على عملة هذه الدولة. وتعتمد هذه النظرية على الصيغ التالية:

1-1-2- النظرية المطلقة لتعادل القوة الشرائية

إن هذه النظرية التي تدرس العلاقة بين الأسعار من ناحية، وأسعار الصرف من ناحية أخرى، يطلق عليها الصيغة المطلقة لتعادل القوة الشرائية، لأنها تتعامل مع مستويات الأسعار المطلقة، ونعبر عليها بشكل رسمي كالآتي:

P: المستوى العام للأسعار في و.م.أ

P*: المستوى العام للأسعار في المملكة المتحدة

S: سعر الصرف بين الدولار والإسترليني

عندئذ نستطيع التعبير عن الصيغة المطلقة لتعادل القوة الشرائية كما يلي:

$$P=S \times P^*$$

ومفاد ما سبق هو أن مستوى الأسعار المحلي ينبغي أن يعادل مستوى الأسعار الأجنبي مضروبا في سعر الصرف الحاضر، أو إن مستوى السعر المحلي معبر عنه بالعملة الوطنية ينبغي أن يعادل مستوى السعر الأجنبي معبر عنه بالعملة الوطنية أيضا، وهذا هو قانون السعر الواحد¹

• النقد الموجه إلى النظرية:

- تعددت الانتقادات الموجهة لهذه النظرية بسبب أهميتها ويمكن تلخيصها فيما يلي:²
- تعدد الأرقام القياسية المعبرة عن الأسعار وعدم وجود رقم قياسي واحد يعبر عنها كافة.
- صعوبة اختيار فترة أساس لتحديد الأرقام القياسية للأسعار.
- إن النظرية تهمل العوامل الأخرى المؤثرة في تحديد سعر الصرف.
- تهمل النظرية أثر تغير أذواق المستهلكين وظهور السلع البديلة في تغييرات مستوى الأسعار.
- عدم إمكانية تحرك السلع والخدمات بحرية كما تنص النظرية.
- الناس في البلدين قد يستهلكون مجموعات مختلفة من السلع والخدمات. فمستويات الأسعار في الدولتين قد تكون مبنية على أسعار سلع مختلفة، وهو ما يعني أن حجة المراجعة التي تقف وراء شرط التعادل المطلق للقوة

¹ حمدي عبد العظيم، مرجع سابق، ص 39.

² Yves Simon, Marché des changes et gestion du risque de change, Edition Dalloz, Paris, 1995, p 69-70

الشرائية قد لا يمكن تطبيقها. فالمراجعة قد لا تقوم بالربط الفعلي بين أسعار كلتا المجموعتين من السلع، لذلك من الخطأ إذا قمنا باستنتاج سعر الصرف من العلاقة المطلقة لتعادل القوة الشرائية. - للأسباب التي أشرنا إليها سابقا تفشل الصيغة المطلقة لتعادل القوة الشرائية في السريان. فلانحرافات قصيرة الأجل عن تعادل القوة الشرائية تكون مهمة. ونتيجة لذلك يستبعد الاقتصاديون هذه الصيغة لتعادل القوة الشرائية من استخدامها كدليل في الأجل القصير. وإذا نظرنا إليها باعتبارها نظرية تتعلق بالأجل الطويل نجد أن أداءها أفضل قليلا، مع اتجاه الانحرافات عن تعادل القوة الشرائية إلى التلاشي ببطء شديد عبر الزمن، وبالرغم من ذلك فمازال استخدام هذه الصيغة في عدد من التطبيقات.

2-2 الصيغة النسبية لتعادل القوة الشرائية

تعد الصيغة النسبية لتعادل القوة الشرائية ضعيفة بالقياس إلى الصيغة المطلقة، حيث تركز على التغيرات في الأسعار بدلا من مستويات الأسعار المطلقة. بالتالي فهي تربط بين تغييرات أسعار الصرف وبين الفروق في تغييرات الأسعار عبر الدول المختلفة. ونستطيع التعبير عن الصيغة النسبية لتعادل القوة الشرائية على النحو التالي:

$$\% \Delta S = \% \Delta P - \% \Delta P^*$$

وكما سبق وأشرنا فإن النسبة المئوية للتغير في الرقم القياسي في الأسعار، يستخدم كمقياس للتضخم. نرمز:

TT: معدل التضخم في و.م.أ

TT*: معدل التضخم في بريطانيا.

% ΔS: معدل الارتفاع أو الانخفاض في قيمة الدولار الأمريكي.

و بالتعبير اللفظي يمكن الحصول على مقدار الارتفاع أو الانخفاض في قيمة عملة ما من خلال الفرق بين معدلات التضخم في البلدين موضع الاهتمام.

مثال:

سعر الصرف	2004	2000	
رقم قياسي للأسعار (و.م.أ)	121.2	111.4	رقم قياسي للأسعار (و.م.أ)
رقم قياسي للأسعار (بريطانيا)	123.1	112.8	رقم قياسي للأسعار (بريطانيا)
معدل التضخم في و.م.أ		8.80%	معدل التضخم في و.م.أ
معدل التضخم في بريطانيا		9.13%	معدل التضخم في بريطانيا
معدل الانخفاض أو الارتفاع في سعر الصرف	8.80%-9.13% ΔS		معدل الانخفاض أو الارتفاع في سعر الصرف
		-0.33%	

لذلك، تقول الصيغة النسبية لتعادل القوة الشرائية، أن النسبة المئوية للتغير في سعر صرف الدولار مقابل العملة الأخرى، ينبغي أن تكون -0.33%. أي أن هناك ارتفاع في قيمة الدولار بالنسبة للإسترليني بهذه النسبة. لكن مما سبق ولاحظنا وجود انخفاض في قيمة الدولار الأمريكي وليس ارتفاعا.

لذلك تقول الصيغة النسبية لتعادل القوة الشرائية أن الدولار مقوم بأقل من قيمته الفعلية في مواجهة الجنيه الإسترليني، بافتراض أن الدولار لم يكن مقوما بأعلى من قيمته أو أقل من قيمته بالنسبة للإسترليني في عام 2000. فإن القيمة الفعلية للدولار والتي تتحدد من خلال السوق ينبغي أن تزيد أو ينبغي أن ينخفض معدل التضخم في المملكة المتحدة إلى مستوى أقل من نظيره الموجود في و.م.أ.

بالرغم مما سبق ما زالت تعتبر دليلا قاصرا على التغييرات قصيرة الأجل في سعر الصرف في الاقتصاديات الكبرى، ولكن وضعها يكون أفضل قليلا كمرشد للتعرف على هذه التغييرات في الأجل الطويل.

وفي الختام، نقول إن كلا من الصيغة المطلقة والصيغة النسبية لتعادل القوة الشرائية، تعتبران من الأدوات شائعة الاستخدام، وذلك على الرغم من القصور الذي يعترضهما عند الاسترشاد بهما للتعرف على تحركات سعر الصرف. ولعل من أبرز أسباب القصور فيهما هو تقديم نظريات تعتمد فقط على التبادل الدولي للسلع والخدمات، ولا تأخذ في اعتبارها التدفقات المالية والأرصدة النقدية.

3-نظرية تعادل أسعار الفائدة:

تنص هذه النظرية أنه في حالة عدم وجود حواجز جمركية فإن مردودية التوظيف في دولتين مختلفتين يجب أن تتساوى، وهذا ما يضمن من جهة أخرى أن الفرق بين معدل الفائدة بين اقتصادين يجب أن يساوي معدل انخفاض أو ارتفاع قيمة العملة في المستقبل، بمعنى آخر إذا كان معدل الفائدة على العملة A أكبر من المعدل

المطبق على العملة B، فإن قيمة هذه الأخيرة سوف تتحسن بالمقارنة مع قيمة العملة A حتى يتم إلغاء فروقات الفائدة بفروقات الصرف.¹

ولكي نستوعب كيفية تعادل الفائدة/ نفترض مواطن أمريكي يرغب في توظيف مدخراته على شكل سندات الخزانة الأمريكية أو سندات الخزانة البريطانية، كما نفترض تماثل المخاطر التي تواجه هذين النوعين من السندات. وأجل استحقاق كل نوع هو سنة.

في نهاية المدة سيحصل المستثمر الأمريكي من توظيف مدخراته على شكل سندات خزانة أمريكية على المبلغ التالي:

$$=M \times (1+R)$$

حسب هذه النظرية يجب أن يتساوى المبلغ الذي حصل عليه هذا المستثمر لو قام بتوظيف المبلغ M في عملة أخرى. وبتفصيل أكثر: لو قام هذا الشخص بتحويل المبلغ M عند سعر الصرف الحاضر إلى العملة الأجنبية (جنيه إسترليني) وتوظيف هذا المبلغ في السوق الأجنبية لشراء سندات خزانة بريطانية عند سعر الفائدة R^* ، ثم يقوم هذا المستثمر بتحويل ما سيحصل عليه في نهاية الفترة في السوق الأجل من جنيهات إسترلينية للحصول على الدولارات. بطريقة أخرى يمكن أن نعبر عن ذلك كما يلي:

$$M \times (1+R) = M(1+R^*) \times \frac{1}{S} \times S_{+1}$$

S: السعر الحاضر.

S_{+1} : السعر الأجل

R: سعر الفائدة الاسمي في السوق الوطنية

R^* : سعر الفائدة الاسمي في السوق الأجنبية

$$\frac{(S+1) - S}{S} = R - R^*$$

يمثل مقدار التحسن أو التدهور الذي يطرأ على سعر الصرف.

ويطلق على المعادلة السابقة اسم شرط تعادل سعر الفائدة.

وهو ما يوضح أن الفرق بين أسعار الفائدة في البلدين يكون مساويا لمقدار الارتفاع أو الانخفاض في سعر الصرف. وبطريقة أخرى فإن الفرق بين أسعار الفائدة على الأصل المالي المحلي وبين سعر الفائدة على الأصل المالي الأجنبي ينبغي أن يعادل تقريبا تلك العلاوة أو الخصم الأجل في سوق الصرف الأجنبي.

¹ Bernard Bernier, Yves Simon, "initiation à la macroéconomie", Dunod, paris, 8ème édition, 2001, p395-396.

- إذا كان سعر الصرف لأجل أكبر من سعر الصرف نقدا فإن:

$$\text{سعر الصرف لأجل} = \text{سعر الصرف نقدا} + \text{العلاوة Report}$$

- وإذا كان سعر الصرف لأجل أقل من سعر الصرف نقدا فإن:

$$\text{سعر الصرف لأجل} = \text{سعر الصرف نقدا} - \text{الخصم Deport}$$

مثال: إذا كان لدينا المعطيات التالية بالنسبة لسعر صرف اليورو مقابل الدولار:

$$1 \text{ يورو} = 1.0237 \text{ دولار} \dots\dots\dots \text{السعر الحاضر}$$

$$1 \text{ يورو} = 1.0260 \text{ دولار} \dots\dots\dots \text{السعر الأجل لمدة شهر}$$

من خلال ملاحظة كل من السعر الحاضر والأجل يتضح أن سعر الصرف الأجل أكبر من

السعر الحاضر وبالتالي فإن اليورو يخضع لعلاوة سنوية Report، ومقدار هذه العلاوة يحسب كما يلي:

$$1.0260 - 1.0237 \backslash 1.0237 \times 12/1 = \%2,70$$

$$\text{سعر الصرف لأجل} = \text{سعر الصرف نقدا} + \text{العلاوة Report}$$

$$\text{سعر الصرف لأجل لمدة شهر} = 1.0237 + \%2,70$$

$$= 1.0260 \text{ دولار.}$$

مثال:

توضيح كيفية التوصل إلى تحديد السعر الأجل باستخدام نظرية تعادل أسعار الفائدة.

سنفترض أن مستثمرا لديه وديعة بالإسترليني لمدة سنة قدرها 100.000 جنيه بفائدة نسبتها 9.5% سنويا وأن مستثمرا آخر لديه وديعة تعادل قيمة الوديعة الأولى ولكن بالدولار ونسبة الفائدة المحتسبة لها 5.2% وأن سعر الصرف الفوري للدولار مقابل الإسترليني هو 1.50 دولار لكل جنيه.

- فما هو السعر الأجل الذي يساوي بين وديعة الإسترليني ووديعة الدولار عند استحقاقهما؟

الحل: حسب ما ذكرناه سابقا، علينا أن نحدد العناصر الثلاثة التالية:

$$\text{قيمة وديعة الإسترليني عند استحقاقها} = 100.000 \times (1 + 0.095) = 109500 \text{ جنيه إسترليني}$$

$$\text{قيمة الوديعة بالدولار المعادلة لمبلغ} = 100.000 \text{ إسترليني بالسعر الفوري}$$

$$= 150.000 = 1.5 \times 100.000 \text{ دولار}$$

$$\text{قيمة الوديعة بالدولار عند الاستحقاق} = 150.000 \times (1 + 0.0525) = 157875 \text{ دولار}$$

فإذا كان سعر الصرف الفوري قدره 1.5 هو الذي يساوي بين مبلغ 100.000 إسترليني ومبلغ 150.000 دولار،

فيكون السعر الأجل بطبيعة الحال هو السعر الذي يجعل الإسترليني يتساوى مع مبلغ الدولار عند الاستحقاق،

أي أن السعر الأجل الخالص يساوي مبلغ الدولار عند الاستحقاق مقسوما على مبلغ الإسترليني عند الاستحقاق

أي يساوي:

$$157875 \div 109500 = 1.442 \text{ دولار}$$

أي أن السعر الأجل معدلا بفروق أسعار الفائدة = 1.442 دولار

3- نظرية مستوى الإنتاجية:

يؤدي ارتفاع الإنتاجية في الدولة الى زيادة حركة رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل بغرض الاستثمار في عمليات الإنتاج وهو ما يؤدي إلى زيادة الطلب على عملة هذه الدولة ومن ثم زيادة سعر صرفها، كما يؤدي إلى زيادة القدرة التنافسية للدولة على التصدير بمعنى آخر القيمة الخارجية لعملة دولة تتحدد على أساس كفاية ومقدرة جهازها الإنتاجي¹.

تنادي هذه النظرية بأن دمج وكفاءة الجهاز الإنتاجي للدولة يلعبان دورًا رئيسياً في تحديد سعر الصرف فكلما تنوع إنتاج الدولة وازدادت إنتاجية عوامل الإنتاج فيه، كلما أدى إلى تحسين سعر الصرف الخارجي لعملة هذه الدولة وترى هذه النظرية أن سعر الصرف يجب أن يتم تحديده وفق قوى الإنتاج داخل الدولة وإلا انتاب هذه الدولة عدم الاستقرار الاقتصادي فإذا افترضنا أن قوى الإنتاج كانت منخفضة وأن سعر الصرف كان مقدرا بأكبر من قيمته فتكون نتيجة ذلك أن ترتفع أسعار السلع الوطنية من ناحية بسبب انخفاض الإنتاج. وأن تقل صادرات هذه الدول بسبب ارتفاع سعر صرف عملتها، من ناحية أخرى وفي الوقت نفسه يزداد طلب مواطنيها على السلع الأجنبية الأمر الذي يفاقم العجز في ميزان المدفوعات. أما في الحالة العكسية إذا كان جهاز الدولة قوياً وكانت قيمة عملتها الخارجية مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية حينئذ يزداد الطلب على سلع هذه الدولة وترتفع مستويات الأسعار فيها ولا بد أن تعاني هذه الدولة من التضخم.

المبحث الثالث: سوق الصرف الأجنبي:

يقوم سوق الصرف الأجنبي بمهمة تسهيل التجارة والاستثمار على المستوى الدولي من خلال نقل القوة الشرائية السائدة بعملة معينة إلى أطراف أخرى، حيث يمثل سوق الصرف الأجنبي شبكة من البنوك وسماسرة الصرف الأجنبي وتجار العملة الذين يقومون بجلب البائعين والمشتريين إلى هذه السوق، وتنتشر أسواق الصرف الأجنبي في معظم العالم في لندن ونيويورك وزيورخ وباريس وطوكيو وفرانكفورت².

أما المشاركون في سوق الصرف الأجنبي، فيشمل البنوك التجارية الكبيرة وسماسرة الصرف الأجنبي داخل سوق البنوك وعملاء البنوك التجارية والشركات متعددة الجنسيات والبنوك المركزية.

وسوق الصرف الأجنبي ليست كغيرها من الأسواق المالية أو التجارية، إذ أنه ليس محددًا بمكان معين يجمع البائع والمشتري، وإنما يتم التعامل في سوق الصرف بواسطة أجهزة الهاتف والتلكس والفاكس داخل غرف التعامل بالصرف الأجنبي (Dealing Rooms) في البنوك العاملة في مختلف المراكز المالية مثل: نيويورك لندن،

¹ Larbi Dohni, Carol Hainaut, "Les taux de change", de Boeck, Bruxelles, 2004, , p 160

² هيل عجي جميل الجنابي، التمويل الدولي والعلاقات النقدية الدولية، مرجع ساق، ص 103

طوكيو، فرانكفورت، سنغافورة، هونغكونغ، سان فرانسيسكو، سيدني، زيوريخ، تورنتو، بروكسل البحرين، هونغ كونغ... إلخ، ويعمل كشبكة تتجه إلى توحيد المجال الاقتصادي الدولي. وتكون غرف التعامل في البنوك مزودة بأجهزة المعلومات مثل (Reuter Monitor) و (داوجونز)،... إلخ، والتي تعرض على شاشاتها التغيرات الفورية التي تطرأ على أسعار العملات المختلفة وأسعار الفائدة على الودائع بالعملات الحرة لأجال مختلفة على مدى 24 ساعة.

تنقسم أسواق الصرف إلى قسمين:

أ- سوق الصرف العاجل (الحاضر) spot market :

أين يتم تسليم الصرف الأجنبي بين المشتري والمباع في الحال، والسعر العاجل هو سعر الصرف الأجنبي لتلك المعاملات العاجلة، وعادة ما يتم شراء العملات الأجنبية في السوق الحاضرة لتمويل عمليات الاستيراد، شراء أحد الأصول الأجنبية مثل السندات العقارات... إلخ، وكما رأينا يستخدم في سوق الصرف العاجل التسعير المباشر والتسعير غير المباشر والتسعير التقاطعي للعملات.

ب- سوق الصرف الأجل forward exchange market :

إن شراء وبيع الصرف لا يتم فقط مقابل التسليم في نفس الوقت، وإنما قد يكون التسليم في المستقبل لمدة ثلاثين يوماً، ستين يوماً أو تسعين يوماً، ويمكن أن تطول العقود أكثر من ذلك ليس لسوق الصرف الأجل مكان محدد وتتم العمليات فيه عبر الهاتف أو التلكس تسمح هذه السوق بتحديد السعر المستقبلي للعملات المتبادلة عن طريق تثبيت السعر عند الاتفاق، وعادة ما يتم التدخل في السوق الأجل لثلاثة أغراض هي: التغطية المراجعة والمضاربة.

- التغطية – hedging :

تقدم أسواق الصرف الأجلة وسيلة للحماية من الأخطار الكامنة في تقلبات السعر العاجل، حيث نجد أن كثيراً من معاملات الصرف الأجنبي تقوم على توقعات لمدفوعات أو تحصيلات تنشأ من نشاطات تجارية أو مالية مستقبلية، لذلك يتعرض المتعاملون إلى خطر تغير السعر العاجل إذا بقوا في مركز مكشوف لحقوق جارية صافية، أو التزامات جارية صافية بعملة أجنبية، ويمكن إزالة هذه المخاطر عن طريق البيع أو الشراء الأجل لحصيلة الصرف الأجنبي المتوقعة.

- مثال: شركة أمريكية مدينة بمبلغ 1000 جنيه إسترليني لمصدر بريطاني، يستحق الدفع بعد ثلاثة أشهر السعر الحاضر هو 2,3 دولار = 1 جنيه، لكن إذا ارتفع السعر الحاضر بعد ثلاثة أشهر إلى 2,4 دولار ماذا يحدث؟ وكيف يمكن تلافي هذه المشكلة؟
- إذا ارتفع السعر الحاضر بعد ثلاثة أشهر إلى 2,4 دولار سيتعين عليها أن تدفع ما يعادل 2400 دولار بعد ثلاثة أشهر. أي هناك زيادة تقدر ب 100 دولار.

إذا كان السعر المقدم هو 2,37 دولار للجنيه فإن الشركة الأمريكية يمكنها أن تشتري اليوم 1000 جنيه عند السعر 2,37 تستلمها بعد ثلاثة أشهر وتجنب بذلك المخاطرة في الصرف الأجنبي، فبعد انقضاء الشهور الثلاثة تستطيع الشركة الأمريكية أن تحصل على 1000 جنيه التي تحتاجها مقابل 2370 دولار بصرف النظر عن السعر الحاضر في ذلك الوقت، 1 جنيه = 2,4 دولار.

- المضاربة speculation

على خلاف التغطية فإن المضارب يضع نفسه في مركز مكشوف حيث يهتم فقط بأن يستفيد من إمكانية حدوث تغيرات في السعر العاجل لإحدى العملات على مر الزمن أي أنه يُقبل على الخطر عمداً. فإذا كان تنبؤ المضارب عن السوق صحيح فإنه يحقق ربحاً وإن كان عكس ذلك يتعرض للخسارة.

- مثال: إذا كان السعر المقدم على الجنيهات عند التسليم بعد ثلاثة أشهر هو 2,3 واعتقد المضارب أن السعر الحاضر للجنيه بعد ثلاثة أشهر سيصبح 2,4 دولار، فيمكنه أن يدخل اليوم في عقد مقدم لشراء 1000 جنيه بعد ثلاثة أشهر عند السعر 2,3 دولار وبعد الشهور الثلاثة سيدفع 2300 دولار مقابل 1000 جنيه، فإذا حدث في ذلك الوقت أن كان السعر الحاضر للجنيه هو 2,4 يمكنه هنا إعادة بيع 1000 جنيه في السوق الحاضرة مقابل 2400 دولار ويكسب 100 دولار، وإن ثبت أن كانت توقعاته خاطئة وكان السعر الحاضر بعد ثلاثة أشهر هو 2,25 دولار، فسيظل يتعين عليه دفع 2300 دولار مقابل 1000 جنيه التي تسلمها عند الصفقة المقدمة المسددة، وإذا باع 1000 جنيه مقابل 2250 دولار في السوق الحاضرة سيفقد 50 دولار في الصفقة.

- المراجعة - arbitrage

وتسمى كذلك بالتحكيم وهو عملية الاستفادة من فروق أسعار العملة في أسواق الصرف المختلفة. يقوم المحكم بشراء عملة ما أين يكون سعرها منخفضاً ويعيد بيعها في المكان الذي يكون سعرها مرتفعاً مستفيداً من الفارق في السعر، وهنا كمصرفيون متخصصون في التحكيم يفاضلون بين أسواق الصرف، مسترشدين بقيام التفاوت بين أسعار العملة الواحدة في تلك الأسواق وتستمر هذه العملية إلى أن يتعادل السعران، ولهذا كله يعتبر التحكيم وسيلة تجعل من سوقين للصرف سوقاً واحدة بفضل حرية انتقال العملة بينهما.

- مثال: إذا كان سعر صرف الدولار بالنسبة للجنيه الإسترليني 1 جنيه = 2,29 دولار في لندن ويساوي 2,31 دولار في نيويورك، وعليه فإن المحكمين سوف يشترون الجنيهات في لندن ويبيعونها في نيويورك محققين ربح قدره 0,02، ومع حدوث هذا فإن سعر الجنيه مقابل الدولار سوف يرتفع في لندن وينخفض في نيويورك، حتى يتعادلان مثلاً عند 2,30 في كلا المكانين ومن ثم تختفي عملية التحكيم.

أسئلة الفصل الثاني:

- 1- عرف سعر الصرف الأجنبي وعلاقته بمستوى الأسعار المحلية.
- 2- حدد مفهوم عرض العملة الوطنية ومن أين يشتق.
- 3- ما هي مصادر الطلب على العملة الوطنية
- 4- من أين يتم اشتقاق منحى الطلب الأجنبي على العملة الوطنية
- 5- كيف يتم تحديد سعر الصرف الأجنبي في سوق الصرف الأجنبي
- 6- كيف يؤثر الطلب على الأصول الأجنبية على سعر الصرف الأجنبي
- 7- بين أثر المضاربات على سعر الصرف الأجنبي.
- 8- ما هو مفهوم سوق الصرف الأجنبي ومكوناته
- 9- بين فوائد سوق الصرف الأجنبي.
- 10- ما هي ملامح أسعار الصرف الثابتة وفوائدها وأهم الانتقادات الموجهة ضدها.
- 11- كيف خفف صندوق النقد الدولي من العبء الملقى على عاتق السياسة الاقتصادية.
- 12- بين مفهوم أسعار الصرف المرنة وفوائدها وتكاليفها.
- 13- عرف سوق الاتجاهين.

الفصل الثالث: المناهج التقليدية لتحديد ميزان المدفوعات وسعر الصرف (منهج المرونات ومنهج الاستيعاب)

TRADITIONAL APPROACHES TO BALANCE -OF-PAYMENTS AND EXCHANGE - RATE DETERMINATION

الأهداف التعليمية

- ◉ الهدف الأول: كيف يحدد عرض الصادرات وطلب الواردات العرض والطلب من الصرف الأجنبي
- ◉ الهدف الثاني: تحديد منهج المرونات لتحديد ميزان المدفوعات وسعر الصرف
- ◉ الهدف الثالث: إيضاح وقياس أثر المنحنى | و أثر المعاناة
- ◉ الهدف الرابع: تحديد منهج الاستيعاب لتحديد ميزان المدفوعات وسعر الصرف
- ◉ الهدف الخامس: قياس أثر التغييرات في الدخل الحقيقي والاستيعاب على ميزان الحساب الجاري للدولة وعلى سعر صرف عملتها

الفصل الثالث: المناهج التقليدية لتحديد ميزان المدفوعات وسعر الصرف (منهج المرونات ومنهج الاستيعاب)

تمهيد:

منذ بداية الألفية الجديدة (2000) انخفضت قيمة الدولار الأمريكي بأكثر من 10 % بالقياس إلى سلة من العملات المرجحة بأوزان نسبية معينة ، وبأكثر من 25 % بالنسبة لعملة " اليورو " وكان صانعو السياسات الأمريكيون يأملون في أن يؤدي ذلك الانخفاض في قيمة الدولار إلى تحسين حالة العجز الذي يتفاقم بسرعة للحساب الجاري في ميزان المدفوعات الأمريكي . وحيث إن الواردات الأمريكية قد زادت بالفعل بنسبة تزيد على 20 %، فقد حقق العجز في ميزان التجارة نمواً مقداره 30 % حيث وصل إلى نحو 550 بليون دولار، وقد فسّر الاقتصاديون ذلك بالقول إنه في أعقاب انخفاض قيمة عملة ما مباشرة من الطبيعي أن يتسع نطاق العجز التجاري للدولة صاحبة تلك العملة. وتفسّر ذلك أن قيمة الواردات تصبح أعلى بعد انخفاض قيمة العملة، وبالتالي يزيد حجم الإنفاق على الواردات لفترة معينة قبل أن تستجيب الكميات المستوردة للأسعار المرتفعة. وعلى الرغم من اعتقاد بعض الاقتصاديين بأن العجز في الحساب الجاري الأمريكي يمكن أن ينحسر، يرى آخرون أنه ربما يتجه نحو الزيادة. ويعود السبب في ذلك إلى أنه خلال نفس الفترة الزمنية كان الاقتصاد الأمريكي ينمو بصورة أسرع من الاقتصاد الأوروبي والاقتصاد الياباني. ولذلك، يتوقع بعض الاقتصاديين أن النمو المرتفع نسبياً للاقتصاد الأمريكي يؤدي إلى اتساع نطاق العجز التجاري، وإلى إبطاء تأثير انخفاض قيمة الدولار. ومفاد ذلك وجود قدر كبير من عدم الاتفاق بخصوص آفاق العجز التجاري الأمريكي.

المبحث الأول: الخصائص المشتركة للمناهج التقليدية:

COMMON CHARACTERISTICS OF THE TRADITIONAL APPROACHES

قام الاقتصاديون بتطوير اثنين من المناهج التقليدية بين أول عشرينيات وحتى ستينيات القرن العشرين حيث كان الاقتصاد العالمي يختلف عنه تماماً في الوقت الراهن. ولذلك نجد أن النماذج التي استندت على هذه المناهج تتمتع ببعض الخصائص المشتركة. وحيث إن الاقتصاديات الرئيسية في العالم لديها ترتيبات لسعر الصرف تقوم على التثبيت القابل للتعديل adjustable - peg في ظل نظامي قاعدة الذهب وبريتون وودز فقد ركز الاقتصاديون جهودهم على فهم آثار تخفيض قيمة العملة على ميزان مدفوعات الدولة محل الاهتمام . ونحن نستطيع استخدام هذه المناهج لدراسة آثار انخفاض قيمة العملة كذلك، وعندما تمت صياغة هذه المناهج، لم تكن تدفقات رأس المال تهيمن على سوق الصرف الأجنبي مثلما هو الوضع الآن. وقد نتج عن ذلك قيام المنهجين المشار إليهما بافتراض أن التدفقات الرأسمالية تنشأ لغرض وحيد هو تمويل المعاملات الدولية في السلع والخدمات. وعلى ذلك، لم تؤخذ تدفقات رأس المال بشكل واضح في هذه النماذج التي ركزت فقط على

تجارة الدولة في السلع والخدمات. ومن خلال التفرقة بين آثار تدفقات التجارة وآثار تدفقات رأس المال تكون هذه النماذج قد أسهمت في فهمنا لكيفية تحديد وضع سعر الصرف وميزان المدفوعات ويختلف هذان المنهجان التقليديان في تركيزهما على المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر على ميزان مدفوعات الدولة ، والقيمة التبادلية لعمليتها .

والمنهج الأول وهو " منهج المرونات " **elasticities approach** يركز على الآثار السعرية ، بينما يركز المنهج الثاني وهو "منهج الاستيعاب " **absorption approach** على آثار الدخل . وسوف نبدأ بتناول منهج المرونات الذي يركز اهتمامه على العلاقة بين صادرات وواردات الدولة من ناحية ، وبين عرض وطلب الصرف الأجنبي من ناحية أخرى.

المبحث الثاني: الصادرات والواردات وطلب وعرض الصرف الأجنبي:

EXPORTS, IMPORTS, AND THE DEMAND FOR AND SUPPLY OF FOREIGN EXCHANGE

تفترض المناهج التقليدية لتحديد ميزان المدفوعات وسعر الصرف، أن تدفقات رأس المال تتواجد فقط كوسيلة لتمويل معاملات الحساب الجاري. وعلى ذلك، نجد أن الكمية المطلوبة من الصرف الأجنبي، والكمية المعروضة منه، تعتمد على المعاملات الدولية في السلع والخدمات فقط.

1-2- اشتقاق الطلب على الصرف الأجنبي: **Derivation Of the Demand for Foreign Exchange**

أوضحنا في الفصل الأول، أنه عند قيام رعايا دولة ما باستيراد السلع والخدمات فإنهم يطلبون العملات الأجنبية لدفع قيمة هذه الواردات. لذلك، نستطيع القول إن الكمية المطلوبة من العملات الأجنبية في سوق الصرف الأجنبي تكون مشتقة من طلب الدولة على الواردات. ونقدم في هذا الفصل، اشتقاقاً كاملاً للطلب على الصرف الأجنبي من خلال طلب مواطني الولايات المتحدة على العملة الأوروبية الموحدة " اليورو ". واستناداً إلى ذلك، حيث نفترض إهمال تدفقات رأس المال نجد أن الكمية المطلوبة من " اليورو " من جانب مواطني الولايات المتحدة تعادل قيمة وارداتهم من المنتجات الأوروبية من السلع والخدمات.

• مثال:

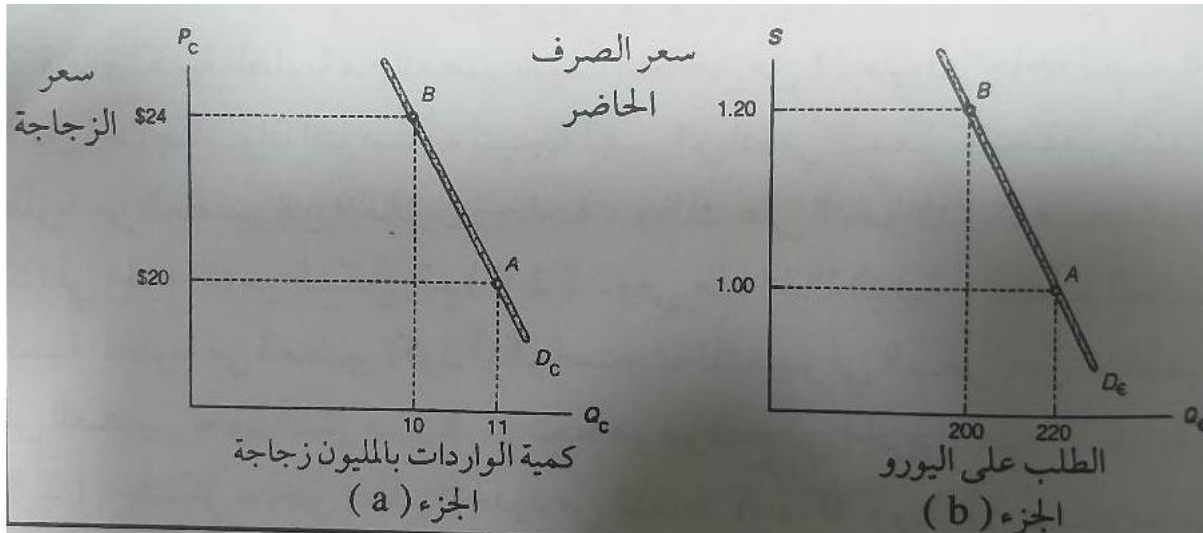
نفترض قيام مواطني الولايات المتحدة بتصدير " أسطوانات موسيقية مدمجة " music CDs " إلى أوروبا واستيراد منتجات غذائية ومشروبات من الاتحاد الأوروبي. ومن أجل التبسيط، سوف نفترض أن السعر العالمي لزجاجة العصير مقوم " باليورو " هو 20 وحدة يورو، وأن السعر العالمي للأسطوانة المدمجة هو 10 يوروات. علاوة على ذلك، سوف نفترض أن الأسعار مقومة باليورو هي من قبيل المعطيات given are .

ويعرض الشكل رقم (2) في الجزء الأول منه (أ) منحني طلب افتراضي على الواردات من العصائر من جانب رعايا الولايات المتحدة. وتوضح النقطة (A) على الشكل ، أن سعر الزجاجة هو 20 دولاراً والكمية المطلوبة هي

11 مليون زجاجة ، بينما توضح النقطة (B) أنه عند سعر للزجاجة يبلغ 24 دولاراً تكون الكمية المطلوبة هي 10 ملايين زجاجة عصير . وعلى ذلك، يصبح منحنى الطلب الافتراضي cD وهو يعبر عن جميع التوليفات بين أسعار الواردات وبين الكميات المستوردة.

ويحدد منحنى الطلب على الواردات مقدار ما يطلبه المواطنون الأمريكيون من الصرف الأجنبي (عملة اليورو). وعندما يكون سعر الصرف الحاضر بين الدولار واليورو هو 1.00 تكون الأسعار العالمية للعصير مقومة باليورو هي نفسها عند تقييمها بالدولار. وعلى ذلك، وعند سعر صرف حاضره 1.00 تستورد الولايات المتحدة 11 مليون زجاجة عصير. وتكون قيمة الواردات الأمريكية مقومة باليورو عند سعر الصرف الحاضر هي الكمية المطلوبة من اليورو (220 يورو)، حيث إن 20 يورو 11 مليون زجاجة). والنقطة A في الجزء (b) من الشكل (2) تعبر عن تلك التوليفة بين سعر الصرف الحاضر، والكمية المطلوبة من عملة اليورو.

الشكل (2): منحنى الطلب على الواردات من جانب الولايات المتحدة الأمريكية ومنحنى الطلب على اليورو



المصدر: جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز، ترجمة محمود حسن حسني و ونيس فرج عبد العال، اقتصاديات النقود والتمويل الدولي، دار المريخ للنشر، الرياض، 2010 ص 343.

وعند سعر صرف أي مقداره 1.2 دولار لكل 1 يورو، يصبح سعر زجاجة العصير المستورد في الولايات المتحدة هو \$ 24 . وتوضح النقطة (B) الموجودة في الجزء (a) من الشكل رقم (2) أنه عند ذلك السعر تقوم الولايات المتحدة باستيراد 10 ملايين زجاجة عصير ، وبذلك تصبح قيمة الواردات عند سعر الصرف المشار إليه هو 200 مليون يورو (200 يورو X 10 ملايين زجاجة). وعلى ذلك، نجد أن النقطة (B) الموجودة في الجزء (b) من الشكل



المذكور تعبر عن التوليفة التي تجمع بين سعر الصرف الحاضر (الآني)، وبين الكمية المطلوبة من عملة اليورو. ومنحنى الطلب الذي يتكون نتيجة توصيل النقطتين (A) ، (B) والذي نشير إليه بالرمز D في الجزء (b) من الشكل المذكور يوضح جميع التوليفات التي تجمع بين سعر الصرف الحاضر وبين الكميات المطلوبة من عملة اليورو.

2-2- المرونة والطلب على الصرف الأجنبي Elasticity and the Demand for Foreign Exchange

مرونة الطلب السعرية price elasticity هي مقياس لدرجة استجابة الكمية المطلوبة للتغيير في السعر وبالمثل، نستطيع القول إن مرونة العرض السعرية هي درجة استجابة الكمية المعروضة للتغيير في السعر. ومفاد ذلك أن المرونة تخبرنا بمقدار التغيير النسبي proportionate change في الكمية المطلوبة أو المعروضة كاستجابة لتغيير نسبي معين في السعر.

وإذا كان الشكل رقم (2) يوضح أنه إذا زاد سعر زجاجة العصير من 20 \$ إلى 24 \$ فإن الكمية المطلوبة من العصير سوف تنخفض من 11 مليون زجاجة لتصبح 10 ملايين زجاجة. وإذا افترضنا أنه نتيجة لنفس الزيادة في السعر، تنخفض الكمية المطلوبة من العصير إلى 9 ملايين زجاجة، وذلك على النحو الذي توضحه النقطة (B') في الجزء (a) من الشكل رقم (3). وفي هذه الحالة الثانية، نستطيع القول إن الكمية المطلوبة من العصير تكون أكثر استجابة للتغيير في السعر، أي أن الطلب على العصير يكون أكثر مرونة. وكما هو موضح في الجزء (a) من الشكل رقم (3) ، يتشكل منحنى الطلب الجديد من النقاط A ، B' ، وبالتالي يصبح منحنى الطلب الجديد D'E أكثر مرونة عبر نفس المدى السعري ، وذلك بالمقارنة بمنحنى الطلب القديم Dc.

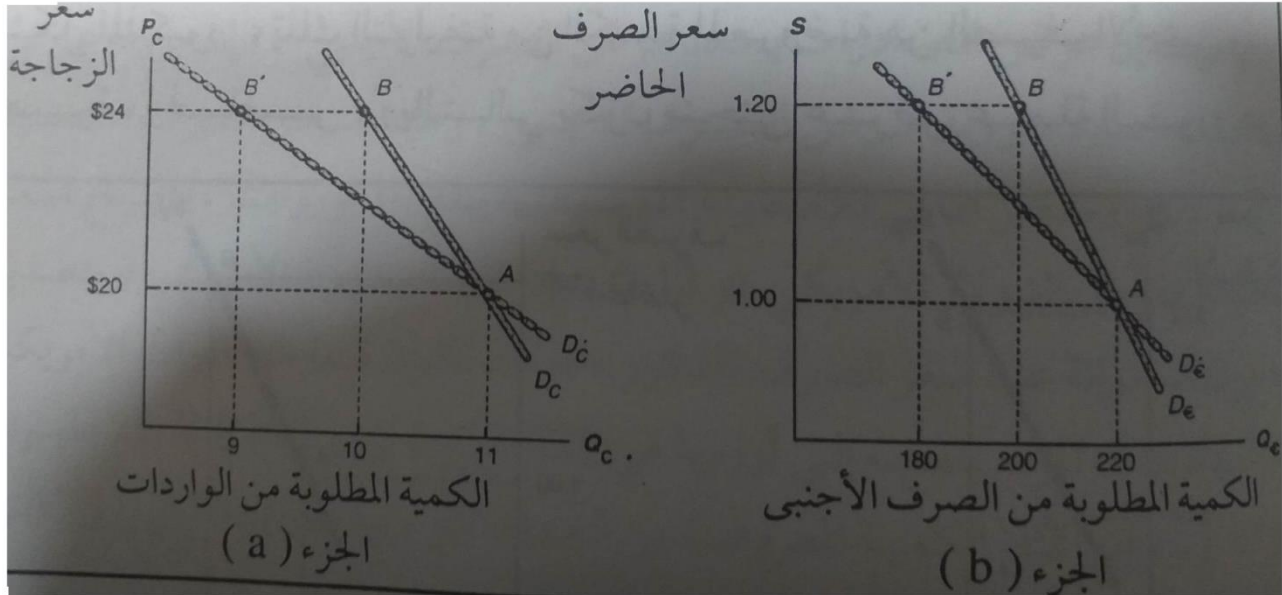
وكما أوضحنا من قبل وعند سعر صرف حاضره مقداره 1.2 دولار لكل 1 يورو، يكون السعر الدولارى لزجاجة العصير هو 24 \$. وباستخدام منحنى الطلب على الواردات D'c وعند سعر مقداره 24\$ تقوم الولايات المتحدة باستيراد 9 ملايين زجاجة عصير. وتكون قيمة الواردات الأمريكية مقومة بعملة اليورو هي 180 مليون يورو، وذلك عند النقطة : (B') والمنحنى الجديد للطلب على الصرف الأجنبي الذي يتشكل من النقطتين A ، B' والذي يشار إليه بالرمز D'E يكون أكثر مرونة عبر نفس مدى أسعار الصرف ، وذلك بالقياس إلى المنحنى القديم Dc. ومفاد ذلك، أن مرونة منحنى الطلب على الواردات تؤثر على مرونة منحنى الطلب على الصرف الأجنبي. فممنحنى طلب الواردات الأكثر مرونة يولد منحنى طلب على الصرف الأجنبي أكثر مرونة والعكس بالعكس.

2-3- اشتقاق العرض من الصرف الأجنبي Derivation of the Supply of Foreign Exchange

طبقاً للنظرية التقليدية لتحديد سعر الصرف -استناداً إلى التجارة trade based - ، نجد أن عرض الصرف الأجنبي لدولة ما، ينتج عن صادراتها من السلع والخدمات. إن شراء السلع والخدمات من دولة أجنبية يتطلب قيام رعايا الدولة المعنية بتقديم عملة أجنبية. وعلى ذلك نجد أن العرض المحلي من الصادرات لدولة معينة

يتضمن عرضاً للصرف الأجنبي. ويمثل الشكل (3) مرونة الطلب على الواردات ومرونة الطلب على الصرف الأجنبي.

شكل رقم (3): مرونة الطلب على الواردات ومرونة الطلب على الصرف الأجنبي



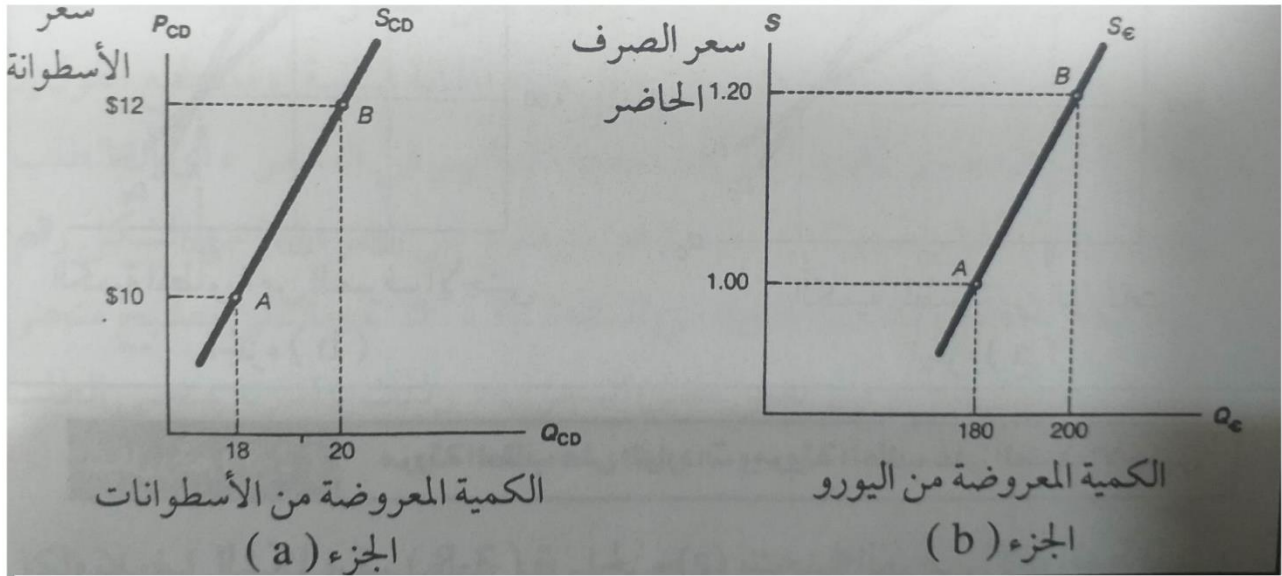
المصدر: جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز، مرجع سابق، ص 345.

ويعرض الشكل رقم (4) في الجزء (a) منحى العرض الافتراضي للصادرات للولايات المتحدة . وتبين النقطة (A) أنه عند سعر مقداره \$ 10 تكون الكمية المعروضة من الأسطوانات المدمجة الموسيقية بواسطة المنتجين الأمريكيين من أجل التصدير هي 18 مليون أسطوانة، بينما توضح النقطة (B) أنه عند سعر يبلغ \$12 للأسطوانة، تكون الكمية المعروضة للتصدير هي 20 مليون أسطوانة.

وبالرجوع إلى السعر العالمي للأسطوانة الموسيقية المدمجة نجده 10 يوروات للأسطوانة، وبالتالي عند سعر صرف يعادل \$ 1 لكل يورو يكون سعر الأسطوانة هو \$ 10، وعند هذا السعر يصدر الأمريكيون 18 مليون أسطوانة تبلغ قيمتها 180 مليون دولار

وتوضح النقطة (A) في الجزء (b) من الشكل رقم (4) تلك التوليفة من سعر الصرف الحاضر، والكمية المعروضة من عملة اليورو في سوق الصرف الأجنبي . وإذا حدث انخفاض في قيمة الدولار الأمريكي بالنسبة لعملة اليورو من \$ 1 = € 1 لتصبح \$ 1.2 = € 1 نجد أن السعر الدولارى للأسطوانة الموسيقية يرتفع ليصبح \$ 12. ويوضح الجزء (a) من الشكل (4) إنه عند ذلك السعر الجديد، يرغب المصدرون الأمريكيون في تصدير 20 مليون أسطوانة تبلغ قيمتها 200 مليون يورو. وعند سعر الصرف المشار إليه تكون الكمية المعروضة من عملة اليورو في سوق الصرف الأجنبي هي 200 مليون يورو. وتبين النقطة (B) في الجزء (b) من الشكل المذكور تلك التوليفة من الكمية المعروضة من الصرف الأجنبي وسعر الصرف الحاضر، وبالتالي يكون منحى عرض عملة اليورو هو S_E

شكل رقم (4) منحنى عرض الصادرات الأمريكية ومنحنى عرض عملة اليورو



المصدر: جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز، مرجع سابق، ص 346.

4-2- المرنة وعرض الصرف الأجنبي Elasticity and the Supply of Foreign Exchange

مثلاً هو الحال بالنسبة لمرونة الطلب على الصرف الأجنبي، نجد أن مرونة عرض الصادرات تحدد أيضاً مرونة عرض الصرف الأجنبي. وعبر منحنى عرض صادرات الأسطوانات الموسيقية المدمجة S_{CD} في الجزء (a) من الشكل رقم (4)، وإذا ارتفع سعر الأسطوانة من \$ 10 عند نقطة (A) ليصبح \$ 12 عند نقطة (B)، فإن الكمية المعروضة من هذه الأسطوانات تزيد من 18 مليون أسطوانة إلى 20 مليون أسطوانة ونفترض أنه بالنسبة لنفس التغيير في السعر، زادت الكمية المعروضة من الأسطوانات لتصبح 22 مليون أسطوانة وهو ما توضحه النقطة (B') على منحنى العرض المسمى S'_{CD} في الجزء (a) من الشكل رقم (5). وفي تلك الحالة الثانية، تكون الكمية المعروضة من الأسطوانات الموسيقية أكثر استجابة للتغيير في السعر، بمعنى أن التغيير النسبي في الكمية المعروضة استجابة لنفس التغيير النسبي في السعر يكون أكبر بالنسبة لمنحنى العرض S'_{CD} منه بالنسبة لمنحنى العرض S_{CD} . ومفاد ذلك أنه عند هذا المدى، السعر يكون منحنى العرض S' أكثر مرونة من منحنى العرض S .

وحيث إن عرض الصادرات يحدد عرض الصرف الأجنبي، فإن مرونة عرض الصادرات تحدد مرونة عرض الصرف الأجنبي. وعند سعر صرف مقداره $\$ 1.2 = \text{€} 1$ ، وسعر عالي للأسطوانة الموسيقية يبلغ 10 يوروات، يصبح سعر الأسطوانة مقوماً بالدولار الأمريكي هو \$ 12، وإذا قام المصدرون الأمريكيون بتصدير 22 مليون أسطوانة عند سعر الصرف المذكور، عندئذ تكون قيمة الصادرات الأمريكية من الأسطوانات الموسيقية إلى أوروبا هي 220 مليون يورو ($22 \times \text{€} 10$ مليون أسطوانة)، وهي تمثل الكمية المعروضة من العملة الأوروبية الموحدة "اليورو" التي يعرضها المواطنون الأوروبيون.

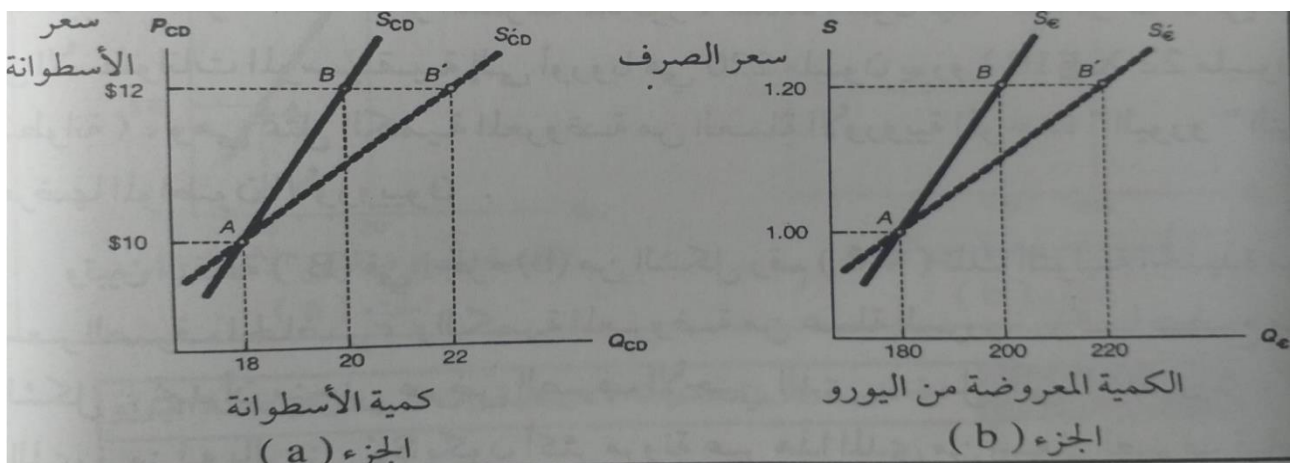
وتبين النقطة (B') في الجزء (b) من الشكل رقم (5) تلك التوليفة الجديدة من سعر الصرف الحاضر والكمية المعروضة من عملة اليورو. وكما يتضح من الشكل، نجد أن منحنى عرض الصرف الأجنبي الذي يشتمل على النقطتين A، B' والذي نرسم له بالرمز S'_E يكون أكثر مرونة عبر هذا المدى من أسعار الصرف قياساً إلى منحنى العرض الأصلي S_E . لذلك، نجد أن مرونة منحنى عرض الصادرات تحدد درجة مرونة منحنى عرض الصرف الأجنبي. وإذا كان عرض الصادرات أكثر مرونة، يصبح عرض الصرف الأجنبي أكثر مرونة أيضاً، والعكس صحيح.

المبحث الثالث: منهج المرونات THE ELASTICITIES APPROACH

يركز منهج المرونة اهتمامه على التغييرات في أسعار السلع والخدمات كمحدد وضع ميزان مدفوعات الدولة والقيمة التبادلية لعملة. وقد سبق أن أشرنا إلى أن المرونة هي مقياس لدرجة استجابة الكمية للتغيير في السعر. كما أوضحنا سابقاً أن حدوث تغيير في سعر الصرف يؤثر على السعر المحلي للسلع والخدمات (أي عند تقييمه بالعملة المحلية).

على سبيل المثال، يرتفع السعر الدولارى لزجاجة العصير المستوردة عندما تنخفض قيمة الدولار الأمريكي في مواجهة اليورو. ونتيجة لذلك، يستورد رعايا الولايات المتحدة عدداً أقل من زجاجات العصير ومفاد ذلك أن حدوث تغيير في سعر الصرف يؤثر على الأسعار المحلية للسلع والخدمات المستوردة والمصدرة وبالمقابل نجد أن الكمية المطلوبة من الواردات والكمية المعروضة من الصادرات تتغير بتغير السعر المحلي، وتساعدنا مقاييس المرونة في تحديد مقدار الاستجابة من جانب الكمية المطلوبة من الواردات والكمية المعروضة من الصادرات، نتيجة حدوث تغيير في سعر الصرف. ومن حيث المبدأ، يمكن أن يكون ذلك أداة مفيدة عند التفكير في كيفية تقليل العجز في ميزان المدفوعات.¹ والشكل (5) يوضح ذلك

شكل رقم (5) مرونة عرض الصادرات ومرونة عرض الصرف الأجنبي



المصدر: جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز، مرجع سابق، ص 348.

¹ جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز، اقتصاديات النقود والتمويل الدولي، ترجمة محمود حسن حسني ونيس فرج عبد العال، دار المريخ للنشر، الرياض، 2010 ص 347.

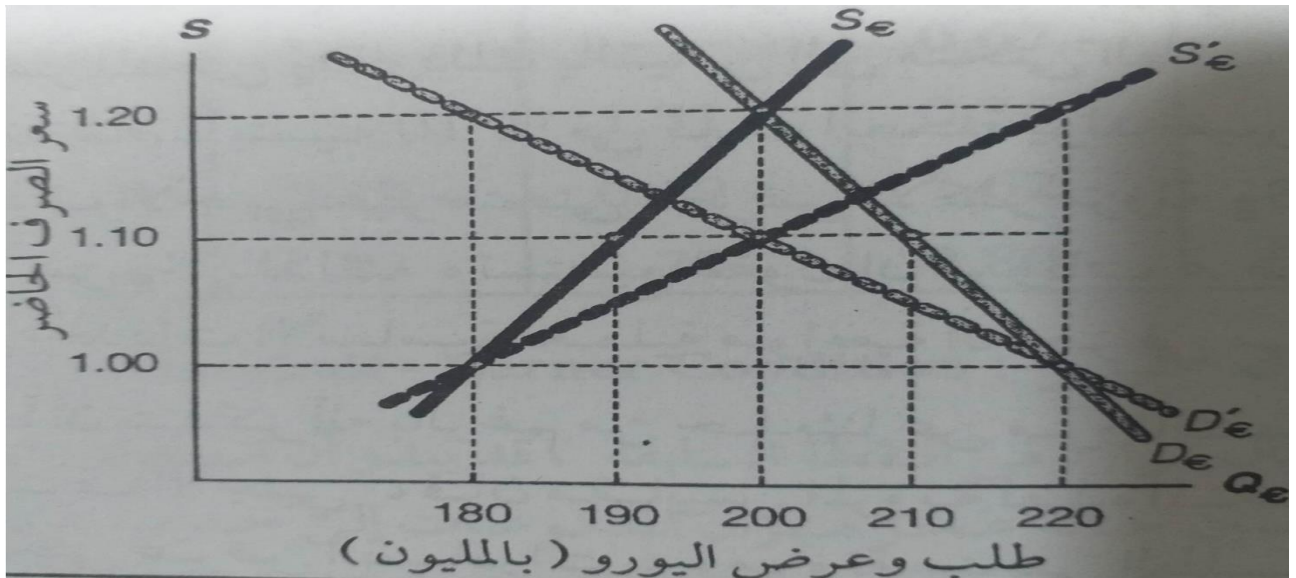
3-1- سعر الصرف وميزان المدفوعات The Exchange Rate and The Balance of Payments

لكي نفهم آثار تخفيض devaluation أو انخفاض depreciation قيمة عملة ما، ودور مرونة الطلب على الواردات وعرض الصادرات، نأخذ حالة دولة ما تعاني من عجز في الحساب الجاري لميزان المدفوعات. ويوضح الشكل رقم (6) منحنيات الطلب على الصرف الأجنبي D_E ، D'_E مأخوذة من الشكل رقم (3) ومنحنيات عرض الصرف الأجنبي S_E ، S'_E المأخوذة من الشكل رقم (5). كما نفترض أن سعر الصرف الحاضر بين الدولار الأمريكي واليورو هو 1 : 1. ويوضح الشكل رقم (6) أنه عند سعر الصرف الحاضر، تزيد الكمية المطلوبة من الصرف الأجنبي على الكمية المعروضة بمقدار 40 مليون يورو.

وإذا استرجعنا طلب الرعايا الأمريكيين على السلع والخدمات المستوردة الذي يولد طلبهم على الصرف الأجنبي، وعرض المنتجين الأمريكيين من الصادرات الذي يولد العرض من الصرف الأجنبي، فإذا كانت الكمية المطلوبة من الصرف الأجنبي تزيد على الكمية المعروضة من الصرف الأجنبي من جانب المستورد الأوروبي نجد أن الولايات المتحدة تعاني من عجز في الحساب الجاري لميزان المدفوعات، وهو ما يعادل 40 مليون يورو (أو 40 مليون دولار طبقا لسعر الصرف المفترض في هذا المثال).

وإذا افترضنا أن الحكومة الأمريكية ترغب في السماح لقيمة الدولار الأمريكي بالانخفاض في مواجهة اليورو. ومثلما يوضح الشكل رقم (6)، عندما يزيد عدد وحدات الدولار المطلوبة لشراء كل وحدة من عملة اليورو، نجد أن الكمية المطلوبة من الصرف الأجنبي تتجه إلى الانخفاض، بينما تميل الكمية المعروضة من العملات الأجنبية إلى الارتفاع. بصيغة أخرى، ترتفع الصادرات الأمريكية من السلع والخدمات، على حين تنخفض الواردات من السلع والخدمات.

شكل رقم (6) عجز الحساب الجاري لميزان المدفوعات



المصدر: جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز، مرجع سابق، ص 349.

أ- دور المرونة The Role of Elasticity :

نتطرق في هذه الفكرة إلى مقدار الانخفاض المطلوب في قيمة الدولار لإزالة عجز الحساب الجاري تماما. مثلما يوضح الشكل رقم (6)، فإن الإجابة عن هذا السؤال تعتمد على أي مجموعة من منحنيات العرض والطلب التي سوف نأخذها في الاعتبار. وبالنظر إلى الشكل المذكور، نلاحظ أن منحنى الطلب على الصرف الأجنبي D'_E ، ومنحنى عرض الصرف الأجنبي S'_E في حالة توازن عند سعر صرف مقداره 1.1 \$ لكل 1 € وبالتالي يزول عجز الحساب الجاري، بصيغة أخرى، فإن انخفاضا في قيمة الدولار بنسبة 10 % في مقابل اليورو سوف يؤدي إلى إزالة عجز الحساب الجاري.

وعلى العكس من ذلك، إذا أخذنا منحنى الطلب على الصرف الأجنبي D_E ، ومنحنى عرض الصرف الأجنبي S في الشكل رقم (6)، نلاحظ أن انخفاضا مقداره 10 % في قيمة الدولار بالنسبة لليورو لا يزيل تماما العجز الموجود في الحساب الجاري، حيث يتبقى عجز مقداره 22 مليون دولار. وينبغي على سعر الصرف الحاضر أن ينخفض ليصبح 1.20 \$ مقابل 1 € حتى تتم إزالة العجز تماما من الحساب الجاري ومفاد ذلك أن انخفاضا في قيمة الدولار بنسبة 20 % يكون مطلوبا لإزالة العجز.

وحيث إن منحنى الطلب D'_E أكثر مرونة من منحنى الطلب D_E ، فإن حدوث انخفاض في قيمة العملة بنسبة 10 % سوف يولد تغييراً أكبر في الكمية المطلوبة من الصرف الأجنبي عبر المنحنى D'_E وذلك بالقياس إلى منحنى الطلب الأقل مرونة. وبالمثل، نجد أن انخفاضا بنسبة 10 % في قيمة العملة يولد تغييراً أكبر في الكمية المعروضة من الصرف الأجنبي عبر منحنى العرض الأكثر مرونة S'_E قياساً إلى الحالة بالنسبة لمنحنى العرض S_E . لذلك، نستطيع القول إن مرونة عرض وطلب الصرف الأجنبي تعتبر من المحددات الأساسية لعملية مواءمة العجز في ميزان المدفوعات.

وينبغي أيضاً أن نتذكر أنه بالرغم من حديثنا عن مرونة منحنيات العرض والطلب على الصرف الأجنبي فإن مقاييس المرونة لهذه المنحنيات هي مجرد انعكاس لمرونة منحنى عرض الصادرات، ومرونة منحنى الطلب على الواردات. وجدير بالذكر أن مرونة عرض الصادرات والطلب على الواردات تعتمد على عدد كبير من العوامل. كذلك، ينبغي أن نلاحظ وجود تباين في قيم المرونة بين الدول المختلفة. ويعرض الجدول رقم (2) قيم مرونة الطلب السعرية على الواردات في مجموعة من الدول.

ويعرض الجدول رقم (2) قيم المرونة السعرية، وكيف تتباين من دولة لأخرى، على سبيل المثال، نلاحظ أن طلب كندا وألمانيا على الواردات أكثر حساسية للتغيرات في أسعار السلع والخدمات اليابانية، بينما نلاحظ أن واردات المملكة المتحدة من اليابان هي الأقل حساسية للتغيرات في أسعار سلع وخدمات اليابان والأكثر حساسية للتغيرات في أسعار سلع وخدمات كندا. ولمزيد من فهم دور المرونة، نلاحظ أن قيمة معامل المرونة

السعرية لطلب كندا على الواردات من اليابان هي 1.28، ومفاد ذلك، أنه عند ارتفاع أسعار سلع وخدمات اليابان بنسبة 1%، تنخفض واردات كندا من اليابان بنسبة 1.28%

جدول رقم (2) قيم المرونة السعرية للطلب على الواردات في عينة مختارة من الدول المتقدمة

الولايات المتحدة	المملكة المتحدة	اليابان	ألمانيا	كندا	دولة المنشأ الدولة المستوردة
0.99-	0.46-	1.28-	0.48-	---	كندا
0.89-	0.11-	1.51-	---	0.67-	ألمانيا
0.72-	0.74-	---	1.31-	0.36-	اليابان
0.88-	---	0.29-	0.49-	1.62-	المملكة المتحدة
---	0.34-	1.13-	1.70-	0.80-	الولايات المتحدة

المصدر: جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز، مرجع سابق، ص 351.

(ب) شرط مارشال - ليرنر The Marshall - Lerner Condition :

استناداً إلى المثال الوارد في النقطة السابقة، قد يبدو أن انخفاض قيمة العملة سوف يؤدي دائماً إلى تحسين حالة عجز ميزان المدفوعات إلى حد ما، إن لم يكن بصورة كاملة. وتلك ليست بالضرورة هي الحالة فهناك إمكانية نظرية لأن يؤدي انخفاض قيمة العملة منه. وبالمثل، يمكن للارتفاع في قيمة العملة appreciation أن يزيد الفرق بين الكمية المعروضة من الصرف الأجنبي، وبين الكمية المطلوبة منه. ويطلق على هذه الحالة اسم عدم استقرار سعر الصرف "exchange - rate instability" ، حيث يؤدي انخفاض قيمة العملة إلى زيادة الكمية المعروضة من الصرف الأجنبي، كما يؤدي ارتفاع قيمة العملة إلى زيادة الكمية المطلوبة من الصرف الأجنبي. ويحدد شرط مارشال - ليرنر ذلك الشرط الضروري necessary condition لاستقرار سعر الصرف . وجدير بالذكر أن كيفية اشتقاق هذا الشرط عملية معقدة جداً، وتخرج عن نطاق مناقشتنا الراهنة. ومع ذلك نستطيع أن نذكر الشرط، وكيفية انطباقه على المثال الخاص بدولة وحيدة. وطبقاً لهذا الشرط، ينتج استقرار سعر الصرف عندما يكون مجموع القيم المطلقة لمرونة الطلب على الواردات، ومرونة عرض الصادرات أكبر من الواحد. وفي أغلب الأحوال، يتم الوفاء بشروط مارشال - ليرنر، ولكن هناك إمكانية لعدم تحقق هذا الشرط في الأجل القصير جداً.

2-3- قيم المرونة قصيرة الأجل وطويلة الأجل ومنحنى J: Short - and Long - Run Elasticity Measures and The J - Curve

هناك العديد من العوامل التي تحدد مرونة عرض الصادرات، ومرونة الطلب على الواردات. ويعد الأفق الزمني time horizon غاية في الأهمية عند محاولة تصحيح عجز الحساب الجاري

أ- الأفق الزمني القصير في مواجهة الأفق الزمني الطويل Short - Run Versus Long - Run Time Horizons:

يتضمن شرط مارشال - ليرنر ، أن تكون مرونة عرض الصادرات والطلب على الواردات مرتفعة بدرجة كافية، حتى يمكن لانخفاض قيمة العملة أن يقلل العجز في ميزان مدفوعات الدولة المعنية. وبشكل عام تختلف درجة المرونة باختلاف الأفق الزمني المستخدم، حيث إن الفترات الزمنية الطويلة تعطي قطاع العائلات، وقطاع الأعمال الوقت المطلوب للتكيف مع التغييرات في السعر فإن العرض والطلب يكونان أكثر مرونة سعرياً نسبياً عبر الفترات الزمنية الطويلة وأقل مرونة في الفترات الزمنية القصيرة. على سبيل المثال وفي الأجل القصير، قد يضطر قطاعا العائلات والأعمال إلى التعاقد لاستكمال مشتريات سلعة مستوردة معينة، علاوة على ذلك، قد لا يجد قطاعا العائلات والأعمال الفرصة لإيجاد موردين محليين للسلع والخدمات المستوردة، وبالتالي قد يغيرون إنفاقهم المخطط على الواردات.

وعبر الآفاق الزمنية الأطول، إذا حدث ارتفاع في أسعار السلع والخدمات المستوردة، يستطيع قطاعا العائلات والأعمال موازنة إنفاقهما المخطط. ففي استطاعتها البحث عن بدائل للسلع والخدمات المستوردة وتقليل اعتمادهما على الواردات . ومفاد ذلك أن قطاعي العائلات والأعمال يكونان أكثر استجابة للتغييرات في الأسعار في الفترات الزمنية الطويلة، والعكس في حالة الفترات الزمنية القصيرة.

وخلاصة الأمر، أن الطلب على الواردات وعرض الصادرات يكون أكثر مرونة نسبياً عبر الفترات الزمنية الطويلة، وأقل مرونة نسبياً في الفترات الزمنية القصيرة.

ب - أثر منحنى J The J - Curve Effect

حيث إن الطلب على الواردات، وعرض الصادرات يكون أقل مرونة في المدى القصير، فإن انخفاض قيمة العملة المحلية من غير المرجح أن يؤدي إلى تحسن فوري لعجز ميزان مدفوعات الدولة محل الاهتمام. بل قد تكون هناك إمكانية لحدوث تدهور في وضع ميزان مدفوعات الدولة قبل أن يتجه نحو التحسن، وهي ظاهرة معروفة باسم منحنى J.¹

¹ سي بول هالود و رونالد ماكدونالد، النقود والتمويل الدولي، تعريب محمود حسن حسني و ونيس فرج عبد العال، دار المريخ للنشر، السعودية، الرياض، 2007، ص 71.

ولكي نفهم كيفية حدوث أثر منحني، نأخذ مثلاً متطرفاً تكون فيه الكمية المطلوبة من الواردات والكمية المعروضة من الصادرات لا تستجيب فيه مطلقاً للتغيرات في السعر، أي هناك عدم مرونة بالكامل completely inelastic في الأجل القصير. وباستخدام منحني الطلب الأصلي على الواردات الموجود في الجزء (a) من الشكل رقم (2) والذي يأخذ الرمز D_c ، ومنحني عرض الصادرات S_{cd} الموجود في الجزء (a) من الشكل رقم (4) عند سعر صرف مقداره $1 \$ = 1 €$ ، حيث كانت قيمة الواردات الأمريكية تبلغ 220 مليون دولار. بينما كانت قيمة الصادرات الأمريكية تبلغ 180 مليون دولار. ومفاد ما سبق، أن هناك عجزاً يبلغ 40 مليون دولار في الحساب الجاري الأمريكي.

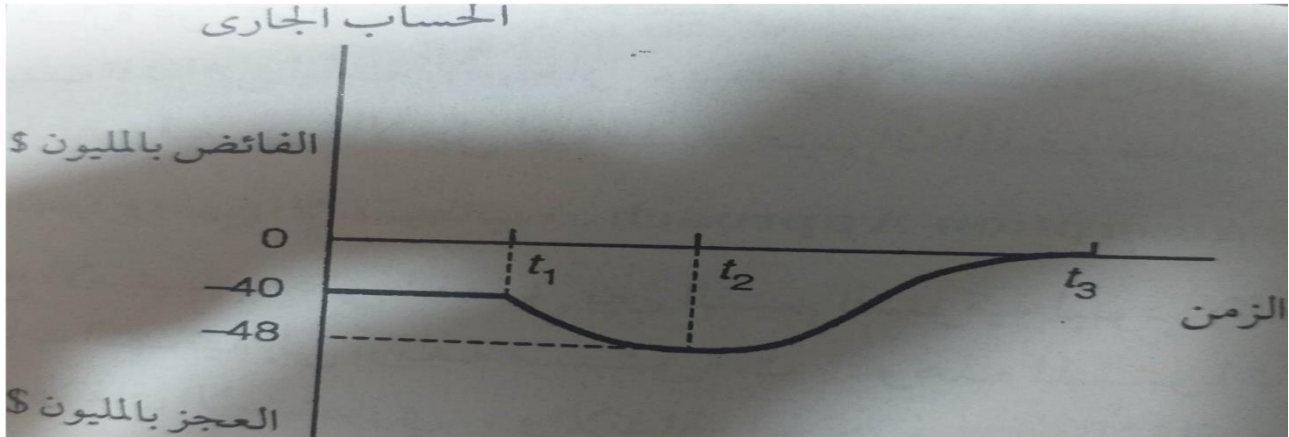
والآن، دعنا نفكر في كيف يؤثر انخفاض قيمة الدولار الأمريكي، طبقاً لسعر الصرف الحاضر من $1 € = 1 \$$ ليصبح $1 € = 1.20 \$$ ، على عجز الحساب الجاري في تلك الحالة. وبسبب عدم استجابة الكمية المعروضة من الصادرات والكمية المطلوبة من الواردات للتغيرات في السعر، فإن هذه الكميات لا تتغير مع حدوث أي تغيير في سعر الصرف الحاضر. فإذا انخفض سعر الصرف الحاضر ليصبح $1.20 \$$ لكل 1 يورو نجد أن السعر بالدولار الأمريكي للأسطوانات الموسيقية سوف يزيد ليصبح 12 \$، كذلك يرتفع السعر الدولارى لزجاجة العصير ليصل إلى 24 \$ لذلك نجد أن قيمة الصادرات الأمريكية ترتفع لتصبح 216 مليون دولار (12 18 \$ X مليون أسطوانة)، وكذلك تزيد قيمة الواردات الأمريكية لتصل إلى 264 مليون دولار (24 \$ X 11 مليون زجاجة عصير). و مما سبق، نلاحظ اتساع نطاق عجز الحساب الجاري بمقدار 8 ملايين دولار حيث أصبح 48 مليون دولار.

ومع مرور الوقت، سوف يصبح في إمكان قطاعي العائلات والأعمال إيجاد بدائل للسلع والخدمات المستوردة الغالية نسبياً. لذلك نجد أن كمية السلع والخدمات المستوردة تميل إلى الانخفاض، وذلك على النحو الموضح بمنحني طلب الواردات D_c في الجزء (a) من الشكل رقم (2). وبالمثل نجد أن قطاعي الأعمال والدولة الأجنبية أصبحا قادرين على تحويل إنفاقهما إلى الصادرات الأمريكية التي أصبحت رخيصة نسبياً. ونتيجة لذلك، سوف تبدأ الكميات المصدرة من السلع والخدمات الأمريكية في الزيادة، كما هو موضح بمنحني العرض S_{cd} في الجزء (a) من الشكل رقم (4). وفي واقع الأمر، حسب الشكل رقم (6) يزول العجز في الحساب الجاري.

ويعرض الشكل رقم (7) منحني الاقتراض الذي تم حسابه من الأرقام التي وردت في الفقرات السابقة. وبداءة، وعند الفترة الزمنية T_1 ، كان عجز الحساب الجاري الأمريكي 40 مليون دولار. وفي أعقاب انخفاض قيمة الدولار الأمريكي من $1 \$ = 1 €$ ليصبح $1.20 \$$ لكل 1 يورو، نجد أن عجز الحساب الجاري يتسع ليصل إلى 48 مليون دولار عند الفترة الزمنية T_2 . ومع مرور الزمن، نجد أن نطاق العجز يضيق حتى يزول تماماً عند الفترة الزمنية T_3 .

ويوضح الشكل البياني ذلك التدهور الابتدائي لعجز الحساب الجاري قبل أن يتجه نحو التحسن، وهو ما يؤدي إلى تكوين منحنى يأخذ شكل حرف J.

شكل رقم (7) كيفية تشكيل منحنى J



المصدر: جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز، مرجع سابق، ص 355.

3-3- أثر المعاانة (التمرير) Pass - Through Effects :

في المثال السابق، أوضحنا أن انخفاض قيمة الدولار الأمريكي أدى إلى تحسن حالة العجز في الحساب الجاري للولايات المتحدة. وقد تحقق جزء من هذا التحسن من خلال انخفاض الكمية المطلوبة من الواردات. ويعود ذلك الانخفاض في الكمية المطلوبة من الواردات إلى ارتفاع السعر الدولي للسلع والخدمات المستوردة الناجم عن انخفاض قيمة العملة (الدولار الأمريكي). ويطلق الاقتصاديون على ذلك الأثر الذي نتج عن ارتفاع الأسعار المحلية بسبب انخفاض قيمة العملة اصطلاح " أثر المعاانة ". بصيغة أخرى يمكن القول إن انخفاض قيمة العملة يمر إلى المستهلكين عبر الأسعار المحلية.

وإذا حدث لسبب ما، أن انخفاض قيمة العملة لم يمر عبر الأسعار المحلية للسلع والخدمات المستوردة فقد لا يؤدي ذلك الانخفاض في قيمة العملة إلى تحسن حالة العجز في الحساب الجاري. وبالمثل، إذا لم يؤدي ارتفاع قيمة عملة ما إلى تقليل الأسعار المحلية للسلع والخدمات المستوردة، فقد لا يؤدي ارتفاع قيمة العملة إلى تقليل حجم الفائض في الحساب الجاري. وعلى ذلك، يكون من المهم أن نفهم ما هو مقدار التغيير في القيمة التبادلية للعملة المحلية (سعر الصرف) يمر عبر الأسعار المحلية بسبب مضايمين ذلك بالنسبة لميزان مدفوعات دولة ما. وهناك دراسات عديدة تناولت آثار المعاانة (الناجمة عن تمرير أثر انخفاض قيمة العملة) وأوضحت أن درجات المعاانة تتفاوت عبر الدول، وعبر الزمن، وعبر الصناعات داخل الدول. ولعل أحد أسباب عدم تمرير التغييرات في القيمة التبادلية للعملة، يتمثل في عدم قيام المنتجين الأجانب بتغيير أسعار منتجاتهم لتعويض التغيير في القيمة التبادلية للعملة للحفاظ على حصتهم في السوق المحلية.

المبحث الرابع: منهج الاستيعاب THE ABSORPTION APPROACH :

يركز المنهجان التقليديان لميزان المدفوعات وسعر الصرف، على مجموعة مختلفة من المتغيرات، حيث يركز منهج المرونات على الأسعار كمحدد لميزان المدفوعات وسعر الصرف، بينما يفترض منهج الاستيعاب أن الأسعار تظل ثابتة، ويركز على الدخل المحلي الحقيقي. وعلى ذلك، نستطيع أن نقول إن منهج الاستيعاب عبارة عن نظرية للدخل الحقيقي لتحديد ميزان المدفوعات وسعر الصرف. وبسبب افتراض ثبات الأسعار، ينظر الاقتصاديون إلى منهج الاستيعاب باعتباره من المناهج قصيرة الأجل لتحديد ميزان المدفوعات وسعر الصرف.

1-4- بناء نموذج منهج الاستيعاب Modeling The Absorption Approach :

يقوم منهج الاستيعاب على الفصل بين القيم السوقية لبند الإنفاق القومي على السلع والخدمات النهائية إلى أربعة مستويات. وهذه المستويات هي: الإنفاق الاستهلاكي، والإنفاق الاستثماري، والإنفاق الحكومي والإنفاق على الواردات ولا يتم إدراج الصادرات، لأنها تمثل إنفاق دولة أخرى على السلع والخدمات المحلية النهائية. وبسبب افتراض ثبات الأسعار، تعتبر القيم الموجودة في كل واحد من هذه المستويات من المقاييس الحقيقية real measures.

أ- الاستيعاب: Absorption

يشير الاقتصاديون إلى إجمالي المستويات الأربعة للإنفاق باصطلاح الاستيعاب المحلي domestic absorption ويقصد بذلك، أن دولة ما تستوعب أو تمتص السلع والخدمات بقصد الاستهلاك والاستثمار، ولغايات القطاع العام، بالإضافة إلى الواردات من الخارج. وعلى ذلك، نستطيع القول إن الاستيعاب عبارة عن إجمالي إنفاق الدولة على السلع والخدمات النهائية. وسوف يتم التعبير عن مطابقة الاستيعاب القومي على النحو التالي:¹

$$a = c+i+g+ im$$

حيث تعبر رموز المتطابقة عن الآتي:

-a: تشير إلى الاستيعاب

-c: تشير الإنفاق الاستهلاكي الحقيقي

-i: تشير الإنفاق الاستثماري الحقيقي

-g: تشير الإنفاق الحكومي الحقيقي

-im: تشير الإنفاق الحقيقي على السلع والخدمات المستوردة

ب الدخل الحقيقي : Real Income

على الجانب الآخر، نجد أن الدخل الحقيقي لدولة ما، يعادل الإنفاق الحقيقي على الناتج من السلع والخدمات النهائية. وعلى ذلك، فإن الدخل الحقيقي يعادل الإنفاق الاستهلاكي الحقيقي، والإنفاق الاستثماري

¹ سي بول هالود و رونالد ماك دونالد، النقود والتمويل الدولي، تعريب محمود حسن حسني و ونيس فرج عبد العال، مرجع سابق، ص 108.

الحقيقي والإنفاق الحكومي الحقيقي، والإنفاق الحقيقي للدول الأخرى على ناتج الدولة المعنية أي الصادرات الحقيقية. وسوف نعبر عن الدخل الحقيقي للدولة بالمتطابقة التالية:

$$y=c + i+g+x$$

حيث تشير y إلى الدخل الحقيقي، بينما تعبر x عن الصادرات الحقيقية.

ج- الحساب الجاري: The Current Account

كما سبق أن أوضحنا في بداية هذا الفصل، لم تكن تدفقات رأس المال من الأمور المهمة جداً في وقت صياغة منهجي المرونات والاستيعاب. وعلى ذلك، نستطيع القول إن الحساب الجاري، كان في بؤرة اهتمام رجال الاقتصاد. وطبقاً لمنهج الاستيعاب، وبإهمال أي تحويلات من جانب واحد، يتم التعبير عن رصيد الحساب الجاري بالفرق بين الإنفاق الأجنبي الحقيقي على الصادرات وبين الإنفاق المحلي الحقيقي على الواردات، وهو ما يتم التعبير عنه كالآتي:

$$ca = x - im$$

حيث تعبر ca عن رصيد الحساب الجاري الحقيقي. وإذا كانت الصادرات الحقيقية تزيد على الواردات الحقيقية، فإن الدولة المعنية تحقق فائضاً في الحساب الجاري. أما إذا كانت الصادرات تعادل الواردات يكون الحساب الجاري للدولة في حالة توازن. وعندما ما تقل الصادرات الحقيقية عن الواردات الحقيقية، فإن الدولة تعاني من عجز في حسابها الجاري.

2-4- تحديد رصيد الحساب الجاري: Determination of the Current Account Balance

طبقاً لمنهج الاستيعاب، يتحدد رصيد الحساب الجاري لدولة ما، بالفرق بين الدخل والاستيعاب في هذه الدولة. ويمكن رؤية ذلك من خلال القيام بعملية طرح subtracting المعادلة الممثلة للاستيعاب من تلك التي تعبر عن الدخل الحقيقي.

$$y-a=(c+i+g+x)-(c+i+g + Im)$$

وبتصفية إشارات هذه المعادلة نحصل على:

$$y - a = x - im$$

وأخيراً نقوم باستبدال الرمز Ca وذلك بدلا من $(x - im)$ ، وذلك على اعتبار أن الفرق بين الاثنين يعبر عن رصيد الحساب الجاري. وعلى ذلك، نحصل على المعادلة النمطية التي تعبر عن منهج الاستيعاب:

$$y - a = ca$$

ومما سبق، يمكن القول إن رصيد الحساب الجاري لدولة ما، يتحدد بالفرق بين الدخل الحقيقي والاستيعاب الحقيقي في هذه الدولة.

وعلى سبيل المثال، نفترض أن الدخل في دولة ما يزيد على الاستيعاب لديها، أي أن $(y > a)$ بمعنى أنها تنتج مقداراً أكبر مما تقوم باستيعابه. في ظل هذا الوضع تكون إشارة الجانب الأيمن من المعادلة موجبة، وهو ما يعني أن الدولة تحقق فائضاً في حسابها الجاري. وبالمثل، عندما يكون دخل دولة ما أقل من الاستيعاب في هذه الدولة، فإنها تعاني من عجز في حسابها الجاري $(y < a)$. وأخيراً، عندما يكون دخل الدولة مساوياً للاستيعاب لديها، فإن حسابها الجاري يشهد حالة توازن.

3-4- التوسع والانكماش الاقتصادي: Economic Expansion and Contraction

بالرغم من كونه نظرية بسيطة، نجد أن منهج الاستيعاب يكون مفيداً لفهم أداء الحساب الجاري لدولة ما، والقيمة التبادلية لعملة الدولة خلال فترات التوسع الاقتصادي، وكذلك خلال فترات الانكماش أو الركود الاقتصادي. وغالباً ما يكون هناك افتراض مسبق، خاصة في تقارير وسائل الإعلام، بأن الدولة التي تعاني من انكماش اقتصادي سوف تنفق مبالغ أقل على السلع والخدمات المستوردة، بحيث يتجه رصيد الحساب الجاري لديها نحو التحسن، وإن قيمة عملتها الوطنية سوف ترتفع وبالمثل، يشير المراقبون إلى أن الدولة التي تشهد توسعاً اقتصادياً سوف تنفق مبالغ أكبر على الواردات من السلع والخدمات، وبالتالي سوف يميل رصيد حسابها الجاري نحو التدهور، وأن قيمة عملتها سوف تنخفض. وفي عالم الواقع لا تسير الأمور على هذا النحو دائماً. ويساعد منهج الاستيعاب في تفسير سبب حدوث ذلك.

أ- حالة التوسع الاقتصادي: An Economic Expansion

إذا بدأنا بدولة ما يكون حسابها الجاري في حالة توازن، وإذا افترضنا أن الدولة تشهد حالة من التوسع والرواج الاقتصادي، فحينما يرتفع دخلها الحقيقي، يرتفع بالتالي إنفاقها الحقيقي أو استيعابها. وبالعودة إلى معادلة منهج الاستيعاب التالية:

$$y - a = ca$$

وعندما يزيد الدخل الحقيقي (Y) ، نجد أن الاستيعاب (a) يزيد، ومع ذلك لا يكون واضحاً ما إذا كانت الدولة سوف تشهد حالة عجز أو فائض في حسابها الجاري. إن الأمر يعتمد على أي من العاملين سوف يرتفع بصورة أسرع، هل الدخل الحقيقي أم الاستيعاب. فإذا ارتفع الدخل الحقيقي بصورة أسرع من الاستيعاب بمعنى إذا زاد الناتج المحلي بشكل أسرع من الإنفاق المحلي، فإن الدولة سيكون لها فائض في الحساب الجاري. أما إذا زاد الاستيعاب بصورة أسرع من الدخل الحقيقي، فإن الدولة المعنية سوف تعاني عجزاً في حسابها الجاري. وإذا حدث أن زاد الدخل الحقيقي بنفس معدل الزيادة في الاستيعاب، فإن الحساب الجاري سوف يظل بدون تغيير. ونستطيع أن نختبر نفس الأثر على القيمة التبادلية للعملة المحلية (سعر الصرف) باستخدام نفس الأسلوب. وبالعودة إلى المعادلة السابقة التي ظهرت عند اشتقاق منهج الاستيعاب وهي:

$$y - a = x - im$$

وإذا حدث خلال فترة التوسع الاقتصادي أن ارتفع الدخل الحقيقي بصورة أسرع من الاستيعاب، عندئذ ينبغي أن تزيد صادرات الدولة قياساً إلى وارداتها، ونتيجة لذلك ترتفع قيمة العملة الوطنية للدولة المعنية. أما إذا زاد الاستيعاب بشكل أسرع من الدخل الحقيقي، عندئذ ينبغي أن تزيد واردات الدولة قياساً إلى صادراتها مما ينجم عنه انخفاض قيمة العملة الوطنية.

ب- حالة الانكماش الاقتصادي : An Economic Contraction

واستناداً إلى نفس المنهج، وخلال فترات الهبوط والتردي الاقتصادي، إذا انخفض الدخل الحقيقي بصورة أسرع من الاستيعاب، عندئذ تنخفض الصادرات بالنسبة للواردات، وتتجه العملة الوطنية للانخفاض. أما إذا انخفض الاستيعاب بشكل أسرع من الدخل الحقيقي، هنا تزيد وترتفع صادرات الدولة بالقياس إلى وارداتها، وبالتالي ترتفع قيمة العملة الوطنية للدولة محل الاهتمام.

وخلاصة الأمر، إن منهج الاستيعاب يبين لنا لماذا ترتفع قيمة العملة الوطنية للدولة التي تتمتع بنوع من التوسع والانتعاش الاقتصادي، بينما تنخفض قيمة العملة الوطنية للدولة التي تعاني من ركود اقتصادي. إن الشيء المهم هو التغيير النسبي في الدخل الحقيقي والاستيعاب، كذلك يوضح منهج الاستيعاب - على النحو الذي سوف نناقشه في لاحقا (الفعالية المحدودة limited effectiveness لأفعال السياسة التي يتم تصميمها لتقليل عجز الحساب الجاري).

4-4- أدوات السياسة المستخدمة: Policy Instruments

ينبغي أن نسترجع البيئة الاقتصادية التي نشأ من خلالها نموذج الاستيعاب وتطور، وذلك حتى نستطيع تقييم مضامين السياسة التي صاحبت نشأته. فقد نشأ منهج الاستيعاب في خمسينيات القرن العشرين حيث قدمه الاقتصادي الشهير " سيدني اليكسندر sidney alexander " حينما كان يعمل في صندوق النقد الدولي. وكما سبق أن أوضحنا، شاركت معظم دول العالم في نظام بريتون وودز لسعر الصرف القائم على التثبيت القابل للتعديل adjustable – peg.

وكما سبق أن ذكرنا، يوجد أمام صانعي السياسات عدد من أدوات السياسة، وهي عبارة عن متغيرات يستطيعون تحديد قيمتها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر. وسوف نتناول كلا من السياسة النقدية والسياسة المالية بدرجة أكبر من التفصيل في الفصول اللاحقة.

وفي ظل منهج الاستيعاب، وفي ظل نظام أسعار الصرف المثبتة القابلة للتعديل، يتوافر أمام صانعي السياسات أداتان، هما أداة الاستيعاب absorption instrument، وأداة تحويل الإنفاق expenditure-switching instrument.

وتشير أداة الاستيعاب إلى قدرة الحكومة على رفع أو خفض الاستيعاب القومي عن طريق تغيير مشترياتها من الناتج المحلي (g) أو عن طريق التأثير على الإنفاق الاستهلاكي، والإنفاق الاستثماري من خلال التغييرات في الضرائب.

إن حدوث تغيير في الإنفاق الحكومي ينتج عنه تغيير في المعامل (g)، بينما التغيير في الضرائب يؤثر على الإنفاق الاستهلاكي المخطط، والإنفاق الاستثماري لقطاع الأعمال، وهو ما ينتج عنه حدوث تغيير في (i)، (c). وليس واضحاً مقدار الانخفاض في الإنفاق حتى يمكن التأثير على الدخل الحقيقي في سياق نموذج الاستيعاب. لذلك، ليس واضحاً أيضاً ما إذا كان استخدام أداة الاستيعاب سوف يكون فعالاً في تقليص عجز الحساب الجاري.

وبرغم ذلك، نجد أن منهج الاستيعاب يوضح المستتبعات المرتقبة الناجمة عن محاولة حث الاقتصاد المحلي من خلال زيادة الإنفاق الحكومي. فإذا كان صانعو السياسات في اقتصاد ما يعاني من حالة وكود اقتصادي، وقد قاموا بزيادة الإنفاق الحكومي (g) في محاولة لحث الناتج، فإذا كانت الزيادة في الإنفاق الحكومي تؤدي إلى نمو الاستيعاب بمعدل أسرع من نمو الناتج، عندئذ يحدث مزيد من التدهور في رصيد الحساب الجاري للدولة موضع الاهتمام.

وتشير أداة تحويل الإنفاق إلى قدرة الحكومة على تغيير alter أو تحويل switch الإنفاق الخاص فيما بين الواردات والصادرات، من خلال انتهاج سياسات تؤدي إلى تغيير النفقة النسبية لكل منهما. ويمكن تنفيذ ذلك بطريقتين، الطريقة الأولى تستطيع الحكومة فرض قيود على التجارة trade restrictions. وهذه السياسات التجارية يمكن أن ترفع أسعار السلع والخدمات المستوردة، مما يؤدي إلى تقليل الواردات من جانب المستهلكين، وقطاع الأعمال، وزيادة الطلب على السلع والخدمات المنتجة محلياً.

ويرتفع الدخل المحلي بسبب إحلال السلع والخدمات المحلية محل السلع والخدمات المستوردة، أي يزيد استيعاب السلع ذات المنشأ المحلي، ويقل استيعاب السلع والخدمات ذات المنشأ الأجنبي.

وهذه الأنواع من السياسات غالباً ما يؤدي إلى إجراءات تأرية retaliation من جانب الشركاء التجاريين (أي الدول الأجنبية المصدرة للدولة المعنية) . وهناك طريقة أخرى للبحث على تحويل الإنفاق وذلك عن طريق تغيير القيمة التبادلية (سعر الصرف) للعملة المحلية .

إن تخفيض قيمة العملة الوطنية devaluation يجعل السلع والخدمات الأجنبية أغلى سعراً نسبياً. ونتيجة لذلك، يقوم المستهلكون المحليون ورجال الأعمال بالتحويل عن السلع والخدمات المستوردة واستخدام السلع والخدمات ذات المنشأ المحلي. ويؤدي رفع قيمة العملة المحلية revaluation إلى أثر عكس الذي أشرنا إليه إن تحويل الإنفاق طبقاً لمنهج الاستيعاب لا يؤدي بالضرورة إلى تحسين حالة الحساب الجاري. فإذا قام قطاع العائلات ورجال الأعمال بالتحويل المباشر بين السلع والخدمات الأجنبية والسلع والخدمات المحلية، مع ترك

الاستيعاب الكلي على حاله، وإذا ظل الدخل الحقيقي على ما هو عليه، عندئذ لن يكون هناك أي تغيير في رصيد الحساب الجاري.

وكما سبق أن أوضحنا، يتغير رصيد الحساب الجاري فقط عند وجود زيادة في الدخل الحقيقي بالنسبة للاستيعاب. ويمكن تحقيق ذلك فقط من خلال تطبيق سياسة ما تؤدي إلى زيادة الناتج الموجه للتصدير بالقياس إلى الإنفاق على الواردات. وعلى ذلك، نستطيع القول إن تخفيض قيمة العملة بمفرده يكون ذا فائدة محدودة في تصحيح عجز الحساب الجاري.

ملخص الفصل: يمكن تلخيص هذا الفصل من خلال مجموعة من النقاط هي :

1- عرض الدولة من الصادرات وطلبها على الواردات يحددان الطلب على الصرف الأجنبي والغرض منه:

A Nation's Supply of Exports and Demand for Imports Determine Its Demand for and Supply of Foreign Exchange:

فإذا كانت تدفقات رأس المال تحدث فقط من أجل تمويل معاملات الحساب الجاري، عندئذ نجد أن عرض، وطلب الصرف الأجنبي يتحددان من خلال صادرات و واردات الدولة من السلع والخدمات. وينبغي على رعايا الدولة سداد قيمة هذه الواردات باستخدام الصرف الأجنبي. وعلى ذلك، يقوم رعايا هذه الدولة بعرض الصرف الأجنبي. وبالمثل، عندما يقوم مواطنو الدولة بتصدير السلع والخدمات، فإنهم يطلبون السداد بالصرف الأجنبي، وهو ما يولد الطلب على الصرف الأجنبي.

2- منهج المرونة لتحديد ميزان المدفوعات وسعر الصرف:

The Elasticities Approach to Balance-of-Payments and Exchange-Rate Determination:

يعتبر منهج المرونة نظرية لتحديد ميزان المدفوعات وسعر الصرف، حيث يركز على آثار التغييرات في الأسعار. وانخفاض قيمة العملة أو ارتفاعها يمكن أن يغيرا السعر المحلي (أي بالعملة الوطنية) المدفوع مقابل الواردات، والسعر الذي يتم استلامه مقابل الصادرات، وهو ما يقود إلى تغييرات في الكمية المطلوبة من الواردات والكمية المعروضة من الصادرات.

3 - أثر منحنى ل : **The J - Curve Effect**

هو عبارة عن ظاهرة يمكن من خلالها حدوث تدهور في عجز ميزان المدفوعات قبل أن يبدأ في التحسن في أعقاب قيام الدولة بتخفيض قيمة عملتها أو انخفاض قيمة هذه العملة. ويترتب على ذلك، وجود منحنى على شكل حرف J للتعبير عن مواءمة ميزان المدفوعات عبر الزمن. وينتج أثر منحنى J من وجود مرونة منخفضة في الأجل القصير بالنسبة للطلب على الواردات وعرض الصادرات، وفي الأجل الطويل، تصبح هذه المرونة أكبر بسبب توافر الوقت أمام المستهلكين ورجال الأعمال للتأقلم مع التغييرات في الأسعار. وعلى ذلك، وفي الأجل الطويل، من المرجح أن يتحسن ميزان المدفوعات في أعقاب انخفاض قيمة العملة الوطنية للدولة المعنية.

4 - آثار المعاناة أو التمير : **Pass - Through Effects**

تبرز آثار المعاناة عندما يحدث تغيير في القيمة التبادلية للعملة المحلية ينتج عنه تغيير في الأسعار المحلية للسلع والخدمات المستوردة. وعلى ذلك، عندما تتغير القيمة التبادلية للعملة المحلية، فقد يتم أو لا يتم تمريرها، وينتج عن ذلك حدوث تغيير في أسعار السلع والخدمات المستوردة. وتختلف درجة المعاناة من دولة لأخرى، وعبر الزمن، وعبر الصناعات. وعلى ذلك، تكون درجة المعاناة على قدر كبير من الأهمية لأنها تؤثر على استجابة ميزان مدفوعات الدولة للتغيير في قيمة العملة المحلية .

5 - منهج الاستيعاب لتحديد ميزان المدفوعات وسعر الصرف: The Absorption:

Approach to Balance-of-Payments and Exchange-Rate Determination:

يركز هذا المنهج على الدخل الحقيقي للدولة وعلى إنفاقها. وطبقاً لهذا المنهج، إذا كان الدخل الحقيقي في دولة ما يفوق استيعابها من السلع والخدمات، عندئذ سوف يتحقق فائض في حسابها الجاري. أما إذا كان الدخل الحقيقي أقل من استيعاب الدولة من السلع والخدمات، عندئذ سوف تعاني الدولة من عجز في الحساب الجاري. وإذا تعادل كل من الدخل الحقيقي والاستيعاب، فسوف يظل الحساب الجاري للدولة في حالة توازن.

6 - التغييرات في الدخل الحقيقي والاستيعاب ورصيد الحساب الجاري للدولة والقيمة التبادلية لعملةها الوطنية :

Changes in Real Income and Absorption and a Nation's Current Account Balance and the Exchange Value of Its Currency:

يوضح منهج الاستيعاب، أنه إذا ارتفع الدخل الحقيقي بمعدل أسرع من ارتفاع الاستيعاب، عندئذ ترتفع الصادرات قياساً إلى الواردات، ويتحسن وضع ميزان مدفوعات الدولة، وبالتالي ترتفع قيمة العملة الوطنية. وإذا حدث أن ارتفع الاستيعاب بمعدل أسرع من ارتفاع الدخل الحقيقي، عندئذ تزيد الواردات قياساً إلى الصادرات، ويتدهور وضع ميزان مدفوعات الدولة، وبالتالي تنخفض قيمة العملة الوطنية. وهناك جدل مماثل يحدث عندما ينخفض الدخل الحقيقي والاستيعاب.

الفصل الرابع: المنهج النقدي ومنهج المحفظة المالية لميزان المدفوعات وتحديد سعر الصرف

MONETARY AND PORTFOLIO APPROACHES TO BALANCE-OF-PAYMENTS AND EXCHANGE RATE DETERMINATION

الأهداف التعليمية

- ◉ الهدف الأول؛ تحديد الأصول والخصوم الرئيسية لدى المصارف المركزية
- ◉ الهدف الثاني؛ تبيان كيف تؤدي تدخلات المصرف المركزي في سوق الصرف الأجنبي إلى تغيير في القاعدة النقدية والرصيد النقدي
- ◉ الهدف الثالث؛ تحديد مفهوم المنهج النقدي لتحديد ميزان المدفوعات وسعر الصرف
- ◉ الهدف الرابع؛ إيضاح كيف تعمل نظرية المنهج النقدي لتحديد سعر الصرف بين دولتين
- ◉ الهدف الخامس؛ تحديد مفهوم منهج المحفظة لتحديد سعر الصرف
- ◉ الهدف السادس؛ تحديد ما إذا كان ينبغي على المصرف المركزي تعقيم التدخلات في الصرف الأجنبي

تمهيد:

خلال عام 2003، لاحظنا أن مقدار حيازات المصارف المركزية الأجنبية من سندات الخزنة الأمريكية والحكومة الأمريكية، قد تخطى تريليون دولار لأول مرة في التاريخ. وكانت الأخبار المتعلقة بالشهية المفتوحة من جانب الدول الأجنبية نحو الأوراق المالية للحكومة الأمريكية، قد ساعدت المخاوف الهائلة التي كانت تتوقع عدم استمرار المصارف المركزية الأجنبية في شراء أدوات الدين الخاصة بالحكومة الأمريكية وإمكانية حدوث حالة من عدم الاستقرار في أسواق السندات العالمية.

ففي خلال عام 2003 بمفرده، بلغت حيازة المصارف المركزية الأجنبية من الديون الحكومية الأمريكية أكثر من 150 بليون دولار. وكان المصرف المركزي الياباني هو أكبر حائز لأدوات هذا الدين كما كان المصرف المركزي الصيني (بنك الشعب الصيني the peoples' bank of china) هو أكبر من أسهم في هذه الزيادة. فقد اشترى كلا المصرفين السندات الحكومية الأمريكية من خلال عمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي، حيث قاما بدفع قيمة هذه السندات بالعملة المحلية للدولتين. وقد أدت عمليات التدخل إلى تغيير عرض الين الياباني yen والرينمبي renminbi بالنسبة للدولار. وقد أدى ذلك إلى عدم حدوث ارتفاع في قيمة العملاتين في مواجهة الدولار الأمريكي.

وقد أشار بعض صانعي السياسة الأمريكية إلى أن القيم المنخفضة للعملات الأسيوية أدت إلى توسيع العجز التجاري الأمريكي مع هذه الدول. وبرغم ذلك، فقد رحب فريق آخر من صانعي السياسة باستمرار قيام المصرف المركزي الياباني والمصرف المركزي الصيني بشراء الأصول المالية الأمريكية فهم يرون أن ذلك يدعم أسعار الأوراق المالية للخزنة الأمريكية، كما ساعدت على الحفاظ على أسعار الفائدة الأمريكية عند مستويات منخفضة.

المبحث الأول: ميزانية المصرف المركزي CENTRAL BANK BALANCE SHEETS :

قدم الفصل الخامس عرضاً مفصلاً للأهداف والوظائف المختلفة للمصرف المركزي، وقد عرفنا أنه في كثير من دول العالم يلعب المصرف المركزي كوكيل للحكومة، ويبرم المعاملات في أسواق الصرف الأجنبي بناء على طلب الحكومة وسوف نتناول الآن، كيف تؤدي عمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي إلى تغيير القاعدة النقدية، والمعروض النقدي في الدولة محل الاهتمام.

1- القاعدة النقدية في الدولة A Nation's Monetary Base :

إن القاعدة النقدية في دولة ما، تعادل مجموع ما في حوزة المصرف المركزي من أوراق مالية محلية والقروض واحتياطيات الصرف الأجنبي، ويطلق الاقتصاديون تسمية " الائتمان المحلي " على إجمالي الأوراق المالية المحلية والقروض، لذلك فإن القاعدة النقدية بحكم التعريف عبارة عن الائتمان المحلي زائد احتياطيات المصرف المركزي من العملات الأجنبية. ويصل مجموع الائتمان المحلي واحتياطيات الصرف الأجنبي إلى ما بين 80 %، 90

% من أصول المصارف المركزية الرئيسية. ونتيجة لذلك يكون الغرض هو فهم كيفية تنفيذ المصرف المركزي للسياسة النقدية. ولتبسيط الأمور نفترض أننا قمنا بتلخيص ميزانية المصرف المركزي على النحو الموضح في الجدول رقم (2)، حيث نفترض أن الأصل الوحيد في الميزانية هو الائتمان المحلي واحتياطيات الصرف الأجنبي، حيث يشكلان معاً القاعدة النقدية للدولة.

وجدير بالذكر، أن نحو ثلثي خصوم البنك المركزي على الأقل، يتكونان من العملات المصدرة بواسطة المصارف المركزية الرئيسية، والاحتياطيات التي تحتفظ بها المصارف الخاصة لدى المصارف المركزية كنسبة من ودائع العملاء لديها. لذلك، فقد ذكرنا في الشكل رقم (2) هذين البندين من خصوم المصرف المركزي.

الجدول رقم (2): ميزانية مبسطة للمصرف المركزي

الأصول	الخصوم
الائتمان المحلي	العملات
احتياطيات الصرف الأجنبي	احتياطيات المصرف
القاعدة النقدية	القاعدة النقدية

المصدر: جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز، اقتصاديات النقود والتمويل الدولي، ترجمة محمود حسن حسني و نيس فرج عبد العال، دار المريخ للنشر، الرياض، 2010 ص 377.

وحيث إن الأصول يجب أن تتكافأ مع الخصوم في هذه القائمة المبسطة، فإننا نصل إلى استنتاج مهم هو: " تشكل القاعدة النقدية الشطر الأكبر من أصول وخصوم المصرف المركزي. وإذا نظرنا إلى جانب الأصول في الميزانية، نجد أن القاعدة النقدية تعادل الائتمان المحلي زائد احتياطيات الصرف الأجنبي.

أما إذا نظرنا إلى جانب الخصوم في الميزانية نجد أن القاعدة النقدية تعادل العملات المصدرة زائد احتياطيات المصرف +.

وطبقاً لما ورد في الجدول رقم (2)، نلاحظ أن الائتمان المحلي DC، وهو عبارة عن حيازة المصرف المركزي من الأوراق المالية والقروض، وكذلك احتياطيات الصرف الأجنبي FER مقومة بالعملية المحلية يشكلان معاً أصول المصرف المركزي كما أن العملات الموجودة فعلاً C، وإجمالي احتياطيات المصرف المركزي تعادل خصومه، فإننا نستطيع أن نعبر عن القاعدة النقدية إما من خلال مجموع الائتمان المحلي واحتياطيات الصرف الأجنبي، أو عن طريق رصيد العملات الموجودة وإجمالي احتياطيات المصارف أي أن:

$$MB = DC + FER$$

$$MB = C + TR: \text{أو}$$



وسوف يتم التركيز في هذا الفصل على جانب الأصول في ميزانية المصرف المركزي، ويتم التعبير عن القاعدة النقدية من خلال مجموع الائتمان المحلي واحتياطيات الصرف الأجنبي. وإذا رمزنا للتغيير في متغير ما بالرمز Δ فإننا نستطيع التعبير في القاعدة النقدية للدولة على النحو التالي:

$$\Delta MB = \Delta DC + \Delta FER$$

ويوضح الاصطلاح السابق، أن القاعدة النقدية في دولة ما، سوف تتغير بسبب حدوث تغيير في الائتمان المحلي، أو في احتياطيات الصرف الأجنبي، أو في الاثنين معاً.

2- الرصيد النقدي للدولة: Anation's Money Stock

هناك العديد من المقاييس المتنوعة للرصيد النقدي للدولة والذي اصطلح على أن نرمز له بالرمز M . إن أبسط هذه المقاييس، وهو الذي سوف نستخدمه، هو مجموع العملات النقدية الموجودة في التداول بالإضافة إلى حجم ودائع المعاملات (الودائع الجارية) الموجودة لدى النظام المصرفي. وتمتلك معظم دول العالم نظاماً مصرفياً يقوم على الاحتياطي الجزئي a - reserve . وفي المعتاد، تطلب المصارف المركزية من المصارف الخاصة أن تحتفظ بجزء من المعاملات الجارية التي تخص عملاء هذه المصارف كاحتياطيات ويحدد هذا الجزء (الذي يأخذ صورة نسبة مئوية) الحد الأقصى من الزيادة $maximum\ increase$ في الرصيد النقدي الذي يمكن توليده من تغير ما في إجمالي احتياطيات النظام المصرفي.

(أ) عمليات السوق المفتوحة: An open - Market Transactions

نفترض أن الاحتياطي المطلوب الاحتفاظ به هو 10%، وكذلك نفترض قيام نظام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي - على سبيل المثال - بشراء أوراق مالية قيمتها مليون دولار من أحد تجار هذه الأوراق. وعندما يحدث ذلك ، نجد أن المكون الخاص بالائتمان المحلي في ميزانية المصرف المركزي الأمريكي (بنك الاحتياطي الفيدرالي) سوف يزيد بمقدار المليون دولار المشار إليها، وبالتالي ترتفع القاعدة النقدية بنفس المقدار. ويزيد الاحتياطي الإجمالي للمصارف الخاصة بمقدار 1 مليون دولار (قيمة الصفقة)، ثم يتم تخصيص هذا المبلغ للحساب الجاري لتاجر الأوراق المالية. ومفاد ما سبق، أن نظام الاحتياطي الفيدرالي قد أضاف ما قيمته 1 مليون دولار إلى إجمالي الاحتياطي، ويرتفع الرصيد النقدي للدولة بشكل فوري بمبلغ المليون دولار.

ولا ينتهي تأثير فعل نظام الاحتياطي الفيدرالي عند هذا الحد ، حيث يتم توزيع المليون دولار التي دخلت إلى الاحتياطي الإجمالي إلى : 10% (وهو ما يوازي 100 ألف دولار) كاحتياطي مطلوب $required\ reserves$ 900 ألف دولار كاحتياطيات زائدة $excess\ reserves$ يمكن أن توجه إلى الاقتراض. فإذا كان الأشخاص الذين حصلوا على قروض تبلغ 900 ألف دولار يقومون بإنفاق هذه الأموال، فإن مستلمي هذه الأموال سوف يودعون هذه الأموال في نهاية الأمر لدى مصارف أخرى ، وهو ما يولد ودائع جارية جديدة بنفس المبلغ (900 ألف دولار) .

وبسبب أنشطة الإقراض التي أشرنا إليها نجد أن حجم الائتمان المحلي، ومن ثم الرصيد النقدي يمكن أن يرتفع بمقدار 900 ألف دولار إضافية لتصبح الزيادة الكلية 1.9 مليون دولار (مليون دولار + 900 ألف دولار).
ومرة أخرى، نستطيع القول إن القصة لا تتوقف بالضرورة عند هذا الحد حيث إن الودائع الجارية الجديدة التي تبلغ 900 ألف دولار تتطلب حجز احتياطي مقداره 10 % أي 90 ألف دولار، وتصبح هناك احتياطات زائدة تبلغ 810 آلاف دولار. وتستطيع المصارف التي تم إيداع هذه الأموال لديها أن تقوم بإقراضها، وسوف يتم إنفاق هذه القروض، وهو ما يؤدي إلى توليد ودائع جديدة لدى مصارف أخرى.

وسوف تستمر العملية التي أشرنا إليها، حيث تصبح قيمة الاحتياطات التي تبلغ 10 % أصغر فأصغر مع كل خطوة ، وهو ما يعني زيادة حجم الودائع الجديدة التي تبلغ نسبتها 10 % أكبر فأكثر مع كل مرحلة. ونتيجة لذلك، نستطيع أن نستنتج أن كل عملية شراء من خلال السوق المفتوحة تبلغ قيمتها 1 مليون دولار، سوف تؤدي إلى زيادة في الرصيد النقدي بشكل مضاعف. أي أن شراء الأوراق المالية من جانب المصرف المركزي، سوف تكون له آثار مضاعفة على الحجم الكلي للودائع الجارية المتضمنة في الرصيد النقدي للدولة.

(ب) المضاعف النقدي: The Money Multiplier

لكي نحدد مقدار أثر المضاعف في المثال المذكور في السطور السابقة، دعنا نرمز لحجم الودائع الجارية لدى هذه المصارف الخاصة بالرمز TD، ولإجمالي الاحتياطات النقدية لدى هذه المصارف بالرمز TR. وأخيراً نرمز لمتطلبات الاحتياطي بالرمز rr . فإذا قامت المصارف الخاصة بالاحتفاظ فقط بنسبة الاحتياطي التي يملها المصرف المركزي، عندئذ يصبح إجمالي احتياطات المصرف المركزي على النحو التالي:

$$TR = (rr \times TD)$$

ويصبح أي تغيير في إجمالي الاحتياطات نتيجة لحدوث تغييرات في حجم الودائع الجارية لدى المصارف هو:

$$\Delta TR = (1 / rr) \times \Delta TD$$

لذلك، يكون الحد الأقصى الذي يمكن أن ترتفع إليه الودائع الجارية هو مقدار التغيير في إجمالي الاحتياطات، مضروباً في مضاعف قيمته $1/rr$. وفي المثال الذي أشرنا إليه ، يؤدي قيام المصرف المركزي بشراء الأوراق المالية، إلى حدوث زيادة مبدئية initial increase مقدارها 1 مليون دولار في احتياطات المصارف الخاصة، ذلك أن ΔTR تعادل 1 مليون دولار. أضف إلى ذلك، أن نسبة متطلبات الاحتياطي هي 10 % ، لذلك تبلغ قيمة rr ما يعادل 0.10 . ونتيجة لذلك، يكون أقصى مقدار ممكن من التغيير في إجمالي الودائع الجارية في النظام المصرفي (ΔTD) سوف يعادل عشرة أضعاف المليون دولار (الزيادة الأولية) أي 10 ملايين دولار.

لذلك وطبقاً لمثالنا، يؤدي قيام المصرف المركزي بشراء أوراق مالية قيمتها 1 مليون دولار في نهاية المطاف إلى حدوث زيادة في حجم الودائع الجارية، ومن ثم الرصيد النقدي مقدارها 10 ملايين دولار. والنسبة $1/rr$ يطلق عليها مضاعف الوديعة الجارية transaction deposit multiplier.

وفي ظل افتراض أن القاعدة النقدية تشتمل فقط على ودائع المعاملات (الجارية)، نجد أن مضاعف الودائع الجارية يكون هو نفسه مضاعف النقود m أيضاً، وهو يشير إلى الرقم الذي يتم ضربه في مقياس الاحتياطي المستخدم، وذلك للحصول على مقدار الرصيد النقدي في اقتصاد ما.

ومن الناحية الواقعية، يكون الأثر النهائي المضاعف لعمليات السوق المفتوحة أقل من المقدار الذي يعطيه مضاعف النقود حسب ما تم اشتقاقه. وأحد أسباب ذلك يعود إلى قيام معظم الناس بالاحتفاظ بجزء من النقود في شكلها السائل (عملات قانونية)، حيث لا يتم إيداع جميع الأموال في حسابات جارية لدى المصارف وعلى ذلك، وفي كل خطوة أو مرحلة من العملية، يصبح لدى المصارف قدر أقل من الأموال المتاحة للإقراض، وذلك بالقياس إلى المقادير المحسوبة طبقاً للمثال السابق وهناك سبب آخر يتمثل في أن قيمة المضاعف تكون أصغر من النسبة $1/rr$ حيث يحتفظ عديد من المصارف باحتياطيات زائدة، بمعنى أنها لا تقوم بإقراض جميع ما تحقق لديها من زيادة في الاحتياطيات عند كل خطوة من عملية المضاعف.

3- العلاقة بين القاعدة النقدية والرصيد النقدي:

The Relationship between The Monetary Base and The Money Stock

في المثال الذي افترضنا من خلاله، أن القاعدة النقدية تتكون من الودائع الجارية مفردها، نجده يصف العلاقة بين القاعدة النقدية والرصيد النقدي، بمعنى أن الرصيد النقدي يعادل القاعدة النقدية مضروبة في مضاعف النقود، وحالما ندرج كمية النقود في التداول كمكون للقاعدة النقدية، يصبح مضاعف النقود أكثر تعقيداً، ولم يعد يساوي النسبة $1/rr$. وبغض النظر عن درجة التعقيد في مضاعف النقود، فإننا نستطيع التعبير عن العلاقة بين الرصيد النقدي والقاعدة النقدية على النحو التالي:

$$M = m \times MB = m (C + TR) = m (DC + FER)$$

كما نستطيع التعبير عن حدوث تغيير ما في الرصيد النقدي للدولة المعنية على أنه قيمة مضاعف النقود مضروبة في التغيير في القاعدة النقدية للدولة، وذلك بالصورة الآتية:

$$\Delta M = m \times \Delta MB = m (\Delta C + \Delta TR) = m (\Delta DC + \Delta FER)$$

وباستخدام هذه المعادلة، نستطيع اختبار أثر عمليات السوق المفتوحة على الرصيد النقدي في الدولة محل الاهتمام.

المبحث الثاني: أسعار الصرف المدارة .. التدخل في الصرف الأجنبي :

MANAGED EXCHANGE RATES: FOREIGN EXCHANGE INTERVENTIONS

إذا كان المصرف المركزي يستهدف تحقيق مجموعة من الأهداف الدولية، فإنه يستطيع تحقيق ذلك بشكل جزئي من خلال التدخل في سوق الصرف الأجنبي، سواء ببيع أو شراء الأصول المالية المقومة بالعملة الأجنبية في محاولة منه للتأثير على صرف الأجنبي. وبرغم ذلك، نجد أنه حتى لو ركزت المصارف المركزية على الأهداف السياسية المحلية، وتركت تحقيق الأهداف الدولية لوزارة المالية، فإن هذه المصارف غالباً ما تجد نفسها على علاقة وثيقة مع آليات التدخل في أسواق الصرف الأجنبي. ويعود السبب في ذلك إلى أن دور المصارف المركزية كوكيل عن الحكومة (للقيام بعملياتها المالية والاحتفاظ بودائعها) نائباً عن الحكومات. وفي ظل هذه الظروف، قد ترغب المصارف المركزية في القيام بأفعال لمنع عمليات التدخل في سوق الصرف، والتي يمكن أن تعقد استراتيجياتها التي ترمي إلى تحقيق أهدافها المحلية.

1- آليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي: Mechanics Of Foreign Exchange Interventions

لتحقيق الأهداف الدولية، غالباً ما تحاول المصارف المركزية تغيير قيم العملات الوطنية في سوق الصرف الأجنبي عن طريق التدخل في أسواق الصرف. وسوف نستعرض في السطور القادمة كيفية قيام المصارف المركزية بالتدخل في سوق الصرف الأجنبي بغرض التأثير على أسعار الصرف.

أ - عمليات التدخل : Intervention Transactions

في المعتاد، تتدخل المصارف المركزية في أسواق الصرف الأجنبي من خلال المعاملات الحاضرة (الحالية) spot market transactions ويعود السبب الرئيسي لذلك، إلى رغبة المصارف المركزية في جعل عمليات التدخل بمثابة إشارات واضحة تعبر عن مقاصد سياستها أمام المتعاملين في سوق الصرف الأجنبي. إن المعاملات الحالية ذات الحجم الكبير sizable يستطيع المتعاملون اقتفاء أثرها وهو ما يؤدي إلى تحسين إمكانية هؤلاء المتعاملين بملاحظة عمليات التدخل من جانب المصرف المركزي، كما يمكنهم من استنتاج مقاصد المصارف المركزية.

ولا تلجأ أغلبية المصارف المركزية إلى استخدام معاملات السوق الآجلة للصرف في عمليات التدخل. ومن الشائع أن تستخدم المصارف المركزية عمليات المقايضة أو المبادلة swap في تعديل ومواءمة أوضاع المحافظ المالية التي تحتوي على احتياطات الصرف الأجنبي. وفي هذا السياق، تعتبر عمليات المبادلة من الوسائل المفيدة للإضافة إلى حيازات المصرف المركزي من عملة بعينها قبل وقت قصير من التدخل في السوق الحاضرة لواحدة من هذه العملات. ويعتبر الدولار الأمريكي والين الياباني واليورو من العملات المحورية في العالم، وبالتالي تسعى المصارف المركزية إلى تكوين احتياطات منها stockpile عن طريق المبادلات، وذلك في وقت يسبق قيامها بالتدخل في أسواق الصرف الأجنبي.

ب- السير مع الرياح أو ضدها : Leaning With or Against The Wind

إن عمليات التدخل في أسواق الصرف الأجنبي، سواء من جانب المصارف المركزية ذاتها، أو بالإنابة عن حكوماتها الوطنية، تهدف إلى التأثير على قيمة العملة المحلية في سوق الصرف الأجنبي. فإذا كانت عمليات التدخل من جانب المصرف المركزي تستهدف دعم أو الإسراع في الاتجاه الراهن في قيمة العملة الوطنية، فإن الاقتصاديين يطلقون على هذا النوع من التدخل بأنه "سير مع اتجاه الرياح"¹. وعلى النقيض من ذلك، يطلق الاقتصاديون على عمليات التدخل من جانب المصرف المركزي التي تستهدف إيقاف أو انعكاس الاتجاه الراهن في قيمة العملة الوطنية تسمية "السير عكس اتجاه الرياح" وفي الأغلب الأعم، تسير المصارف المركزية عكس اتجاه الرياح كتصرف وحيد solely لإيقاف التقلبات الحادة –ولو بشكل مؤقت– التي تشهدها أسعار الصرف السوقية. ونتيجة لذلك، نجد أن المنطق الرئيسي وراء العديد من حالات السير عكس اتجاه الرياح يهدف تحقيق انعكاس في الدخل الطويل في قيمة العملة الوطنية، ولا تمنع ذلك من وجود بعض الأمثلة التي يكون الهدف الرئيسي للمصرف المركزي أو بالإنابة عن وزير المالية، هو تطبيق سياسة مفادها السير ضد اتجاه الرياح².

ت- تمويل عمليات التدخل : Financing Interventions

إذا كان تدخل المصارف المركزية في أسواق الصرف الأجنبي لصالح هذه المصارف ذاتها، عندئذ سوف تستخدم احتياطياتها من الأصول المقومة بالعملات الأجنبية. ويحتفظ كثير من المصارف المركزية باحتياطي من العملات الأجنبية في شكل "صناديق لتمويل الحرب war chests" وذلك في حالة رغبة هذه المصارف في القيام بعمليات تدخل في سوق الصرف الأجنبي لغرض ذاتي يخصها. وعلى نفس النسق، غالباً ما تحتفظ الحكومات باحتياطيات في شكل أصول مقومة بعملات أجنبية.

وكي نستوعب بصورة أفضل كيفية قيام المصارف المركزية ووزراء المالية بتمويل عمليات التدخل، قد يكون من المفيد أن نراجع آليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي في الولايات المتحدة، وأوروبا واليابان. ففي الولايات المتحدة، نلاحظ أن المسؤولية الأولى للخزينة الأمريكية تتمثل في القيام بعمليات التدخل الأمريكية في سوق الصرف الأجنبي. ونتيجة لذلك، نجد أن الخزينة الأمريكية في المعتاد، هي التي تحدد توقيت timing ونطاق التدخل في الولايات المتحدة، وذلك بالرغم من قيام نظام الاحتياطي الفيدرالي عن طريق المصارف التابعة له بعمليات التدخل لصالح وزارة الخزينة الأمريكية. ويكون وضع الخزينة الأمريكية في هذا السياق يتمثل في امتلاكها السلطة القانونية legal authority التي من خلالها تأمر مصارف الاحتياطي الفيدرالي باستخدام ما لديها من احتياطيات النقد الأجنبي، وبالإضافة إلى ما في حيازة الخزينة الأمريكية من احتياطيات. وفي الوقت الراهن، أصبح

¹ جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز، مرجع سابق، ص 374.

² يمكن الاستعاضة عن ذلك بمقولة "السباحة مع التيار، والسباحة ضد التيار"

هذا الأمر مصدرًا للتوتر والقلق داخل أروقة نظام الاحتياطي الفيدرالي حيث طرح بعض مسؤولي النظام مجموعة من التساؤلات تتعلق بتبعية subservience نظام الاحتياطي الفيدرالي للخزانة الأمريكية. وبالرغم ما سبق، نجد أن الحكومة الأمريكية قد احتفظت بصندوق منفصل لتثبيت أسعار الصرف exchange stabilization fund تستطيع استخدامه لتمويل عمليات التدخل في حالة عدم إدراج أرصدة النقد الأجنبي لدى نظام الاحتياطي الفيدرالي. وإذا قام المسؤولون عن الصندوق المشار إليه بالتدخل لدعم قيمة الدولار. وذلك عن طريق بيع أصول مالية مقومة بعملة أجنبية، فإن الدولارات التي تم الحصول عليها يتم وضعها في وديعة لصالح الخزانة الأمريكية لدى نظام الاحتياطي الفيدرالي. وبعد ذلك، تقوم وزارة الخزانة بإصدار أوراق مالية غير قابلة للتداول non-marketable security حيث يقوم صندوق تثبيت أسعار الصرف (ESF) بشراء الأوراق المالية من حسابه الموجود طرف نظام الاحتياطي الفيدرالي، يقوم الأخير بعمل قيد دائن في حساب إيداع وزارة الخزانة. ولكي يتم التأكد من عدم وجود أي أثر نهائي لتسلسل هذه المعاملات على ميزانية نظام الاحتياطي الفيدرالي، ومن ثم على القاعدة النقدية، تقوم الخزانة بسحب هذه الأموال من الحسابات الخاصة بالوديعة لدى نظام الاحتياطي الفيدرالي ثم تعيد إيداعها لدى المصارف التابعة للقطاع الخاص.

وفيما يتعلق بالآلية اليابانية لعمليات التدخل الرسمي official interventions، في سوق الصرف الأجنبي نجدها تشبه كثيراً تلك الآليات المطبقة في الولايات المتحدة. فالميزانية الوطنية لليابان تتضمن حساباً خاصاً لأرصدة الصرف الأجنبي تستطيع من خلاله وزارة المالية ministry of finance أن تمويل عمليات التدخل في سوق الصرف، وينوب عنها المصرف المركزي الياباني في تنفيذ هذه العمليات وتستخدم وزارة المالية اليابانية هذا الحساب بنفس الطريقة التي تستخدم بها الخزانة الأمريكية صندوق موازنة سعر الصرف الأجنبي، وذلك بالرغم من عدم قيام المصرف المركزي الياباني باتخاذ أي خطوات لحماية الرصيد النقدي الياباني من تأثيرات هذه الأفعال.

وقد اكتشف المصرف المركزي الأوروبي ECB بالرغم من حداثة نشأته نسبياً، تلك الصعوبات التي تواجه عمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي. وبحكم القانون، تكون المسؤولية الوحيدة للمصرف المركزي الأوروبي هي الحفاظ على استقرار الأسعار price stability. وعلى ذلك، نستطيع القول إن قوة أو ضعف عملة اليورو ينبغي أن تكون موضع اهتمام المصرف المركزي الأوروبي، من حيث تأثير ذلك على معدل التضخم inflation.

وخلال الثمانية عشر شهراً التي أعقبت إنشاء المصرف المركزي الأوروبي في يناير من عام 1999 انخفضت قيمة اليورو أمام الدولار بنحو 25 %، مما أثار القلق بشأن أداء المصرف المركزي الأوروبي. وبحلول سبتمبر عام 2000 أقنع المصرف كلاً من الولايات المتحدة و اليابان وكندا وبريطانيا بالعمل معه لدعم قيمة اليورو. وبعد مرور نحو خمس عشرة سنة من توقيع اتفاقية بلازا plaza agreement التي عقدت في شهر سبتمبر 1985 في فندق بلازا في مدينة نيويورك، تم الاتفاق على تنسيق الجهود لدعم اليورو، حيث تم تخصيص مبلغ يتم

بموجبه شراء من 3 - 5 بلايين وحدة يورو بواسطة المصارف المركزية للدول المذكورة. وقد أدى ذلك التصرف إلى إيقاف التدهور في قيمة اليورو. وعلى الرغم من التأكيد على أن المصرف المركزي الأوروبي لن يتدخل في السوق إلا بالتنسيق مع الولايات المتحدة، فقد قام المصرف الأوروبي بالتدخل من تلقاء نفسه لأكثر من أربع مرات في عام 2000، ولكن كان التأثير ضعيفاً على قيمة اليورو.

2- التدخل في سوق الصرف الأجنبي والرصيد النقدي: Foreign Exchange Interventions and the Money Stock

كما سبق أن أوضحنا، تشير عمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي إلى بيع وشراء الأصول المالية المقومة بعملات أجنبية. ولكي نبين كيف تنفذ المصارف المركزية عمليات التدخل عن طريق المصارف الخاصة، فهي تقوم بتغيير القاعدة النقدية monetary base مما يؤدي إلى تغيير الرصيد النقدي، آخذين في الحسبان عمليات شراء وبيع الودائع المصرفية المقومة بعملة أجنبية فقط. وهذه الودائع عبارة عن أصول مالية مملوكة لأشخاص وشركات وسماسرة ومصارف، ولكن تم إيداعها لدى مصارف أجنبية. وعلى ذلك نجد أن عمليات الصرف الأجنبي (النقد الأجنبي) التي يقوم بها المصرف المركزي سوف تؤثر على ميزانيات المصارف الخاصة، سواء كانت مصارف محلية أو أجنبية. لذلك وبشكل غير مباشر، نجد أن عمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي سوف تؤثر على الرصيد النقدي المحلي، وربما على الرصيد النقدي الأجنبي أيضاً.

(أ) مثال يوضح إحدى عمليات الصرف الأجنبي An Example of a Foreign Exchange Transaction

لكي نوضح مستتبعات قيام المصرف المركزي بالتدخل في سوق الصرف، فإننا نركز على مثال يتضمن دولتين، مع استخدام ميزانية مبسطة للمصرف المركزي. وبافتراض أن الدولتين هما الولايات المتحدة واليابان، نجد أن الجدولين (8) و(9) يوضحان ذلك:

الجدول (8): الميزانية المبسطة لنظام الاحتياطي الفيدرالي

الأصول (الموجودات)	الخصوم (المطلوبات)
الاتئمان المحلي	العملة الوطنية
احتياطيات الصرف الأجنبي	احتياطيات المصرف
القاعدة النقدية	القاعدة النقدية

الجدول (9): الميزانية المبسطة للمصرف المركزي الياباني

الأصول(الموجودات)	الخصوم(المطلوبات)
الائتمان المحلي	العملة الوطنية
احتياطيات الصرف الأجنبي	احتياطيات المصرف
القاعدة النقدية	القاعدة النقدية

وإذا افترضنا أن مضاعف النقود money multiplier للولايات المتحدة الأمريكية هو 2.1 بينما تبلغ قيمته في اليابان 2.6. كما نفترض أيضاً أن المصرف المركزي الياباني قد اختار أن يسير عكس اتجاه الريج، بحيث يقوم بإيقاف أو بإبطاء - ولو بشكل مؤقت - الارتفاع في قيمة الين بالنسبة للدولار الأمريكي. ولذلك، يقوم مصرف اليابان المركزي بشراء ودائع مصرفية قيمتها مليون دولار من أحد المتعاملين في الصرف الأجنبي في طوكيو عند سعر صرف حاضر بين الين والدولار مقداره $110 \text{ ¥} / \$$.

ويقوم الشخص المتعامل في الصرف الأجنبي بمطالبة المصرف المركزي بعمل تحويل إلى حسابه لدى مصرف طوكيو بقيمة 110 ملايين ين، وهو ما يشكل عملية دائنة في حساب الاحتياطي الخاص بمصرف طوكيو طرف مصرف اليابان المركزي. وبعد ذلك يقوم مصرف طوكيو بقيد القيمة في حساب الإيداع الخاص بالشخص المتعامل. ونتيجة لذلك، ترتفع قيمة ودائع المعاملات في النظام المصرفي الياباني بمقدار 110 ملايين ين، كما ترتفع احتياطيات المصرف المركزي الياباني بما قيمته 110 ملايين دولار. والجدول رقم (10) يوضح أثر عملية شراء الصرف الأجنبي على ميزانية المصرف المركزي لليابان. فهناك زيادة في مكونات احتياطي الصرف الأجنبي مقدارها 110 ملايين ين، وهو ما يعني زيادة القاعدة النقدية لليابان بنفس القيمة وكما سبق أن أوضحنا من قبل، فإن الزيادة المبدئية initial increase في ودائع المعاملات (الجارية) تؤدي إلى زيادات متعددة في الرصيد النقدي الياباني. إن الزيادة في المعروض النقدي تعادل المضاعف النقدي money multiplier لليابان مضروباً في قيمة الزيادة المبدئية في القاعدة النقدية والتي بلغت 110 ملايين ين وباستخدام نفس المعادلات التي سبق استخدامها في مثال عمليات السوق المفتوحة نستطيع أن نعبر عن الأثر على الرصيد النقدي الياباني كما يلي:

$$\Delta M_j = m_j \times \Delta MB_j = m_j \times (\Delta DC + \Delta FER)$$

جدول رقم (10) تأثير شراء كمية من الصرف الأجنبي على ميزانية مصرف اليابان المركزي

الأصول(الموجودات)	الخصوم(المطلوبات)
الائتمان المحلي زيادة احتياطات النقد الأجنبي بمقدار 110 ملايين ين	العملة الوطنية زيادة احتياطات المصرف بمقدار 110 ملايين ين
زيادة القاعدة النقدية مقدار 110 ملايين ين	زيادة القاعدة النقدية مقدار 110 ملايين ين

طبقاً للمثال الذي أشرنا إليه، يبلغ التغيير في الائتمان المحلي صفراً، بينما يصل التغيير في احتياطات الصرف الأجنبي 110 ملايين ين. حيث إن مضاعف النقود في اليابان هو 2.6. وبإحلال هذه القيم في المعادلة السابقة، نجد أن التغيير في الرصيد النقدي لليابان هو :

$$\Delta M_j = 2.6 \times (\$ 0 + \text{¥} 110 \text{ million})$$

$$= 2.6 \times \text{¥} 110 \text{ million} = \text{¥} 286 \text{ million}$$

ومفاد ما سبق، إن عمليات الصرف الأجنبي التي يقوم بها مصرف اليابان المركزي تؤدي إلى حدوث زيادة في الرصيد النقدي (وهو ما يبلغ 286 مليون ين طبقاً للمثال المذكور)

(ب) الأثر على الرصيد النقدي الأمريكي: The Effect on The U.S. Money Stock

في أعقاب شراء ودیعة مصرفية مقومة بالدولار الأمريكي، يكون من حق المصرف المركزي الياباني المطالبة بمبلغ 1 مليون دولار موجودة طرف المصرف الأمريكي. ويقدم المصرف المركزي الياباني هذه المطالبة إلى نظام مصارف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكية، والذي يقوم بدوره بتسوية هذه المطالبة مع المصارف الأمريكية ويتحمل النظام الفيدرالي بنفسه هذه الالتزامات. ويؤدي هذا التصرف إلى تخفيض احتياطات المصرف الأمريكي بمقدار 1 مليون دولار. ويوضح الشكل رقم () مكون الائتمان المحلي للقاعدة النقدية الأمريكية التي انخفضت بمبلغ 1 مليون دولار وينخفض الرصيد النقدي الأمريكي انخفاضاً مضاعفاً. وباستخدام المعادلة السابقة، نجد أن التغيير في الرصيد النقدي الأمريكي هو:

$$\Delta M_{us} = m_{us} \times \Delta MB_{us} = m_{us} (\Delta DC + \Delta FER) =$$

واستناداً إلى ذلك المثال، وإذا كانت قيمة مضاعف النقود في الولايات المتحدة هي 2.1، فإن التغيير في الائتمان المحلي يكون سالباً، حيث يقل بمقدار 1 مليون دولار، بينما يكون التغيير في احتياطات النقد الأجنبي صفراً. لذلك، فإن التغيير في الرصيد النقدي الأمريكي هو:

$$\Delta M_{us} = 2.1 \times (- \$ 1 \text{ million} + \$ 0)$$

$$2.1\$ \times (- \$ 1 \text{ million}) = - \$ 2.1 \text{ million}$$

وجملة القول، إن عملية سوق الصرف الأجنبي التي قام بها مصرف اليابان المركزي، والتي ينتج عنها زيادة مقدارها 110 ملايين ين في الرصيد النقدي الياباني، ينتج عنها أيضاً نقص مقداره 2.1 مليون دولار في الرصيد النقدي الأمريكي.

جدول رقم (11): أثر قيام مصرف اليابان المركزي بشراء النقد الأجنبي على ميزانية نظام مصارف الاحتياطي الفيدرالي

الأصول (الموجودات)	الخصوم (المطلوبات)
الاتئمان المحلي نقص احتياطات النقد الأجنبي بمقدار 1- مليون دولار	العملة الوطنية نقص احتياطات المصرف بمقدار 1- مليون دولار
نقص القاعدة النقدية مقدار 1- مليون دولار	نقص القاعدة النقدية مقدار 1- مليون دولار

3- تعقيم عمليات التدخل: Steribzation of Interventions

يقوم المصرف المركزي بتعقيم عمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي، عندما يقوم بشراء أو ببيع الأصول المالية المحلية بكميات تكفي لمنع عمليات التدخل من التأثير على الرصيد النقدي المحلي. وكما سبق أن لاحظنا، فإن أحد أبرز المقاييس الرئيسية للنقود هو القاعدة النقدية، حيث يمكن أن ننظر إليه من زاويتين، إما كمجموع للاتئمان المحلي واحتياطات النقد الأجنبي، أو كمجموع العملة الوطنية واحتياطات المصارف. لذلك، فإن تعقيم بيع احتياطات الصرف الأجنبي يتطلب إحداث توسع بنفس المقدار expansion equa sized للاتئمان المحلي، ربما عن طريق قيام المصرف المركزي بالشراء من السوق المفتوحة، وهو ما يؤدي بالتالي إلى الحفاظ على القاعدة النقدية دون تغيير.

إن آليات عمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي تشتمل على قيود محاسبية accounting entries تقود إلى تعقيم فوري وكامل تقريباً. وعلى سبيل المثال، نجد أن اليابان - على سبيل المثال - تنتهج سياسات تهدف إلى التأكد من تحقيق تعقيم لعمليات التدخل، ولو في المدى الطويل على أقل تقدير.

وهناك كثير من الدول تقوم من الناحية الرسمية بتطبيق سياسة تهدف إلى تعقيم عمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي، ولكنها من الناحية العملية، قد تجد بعض الدول صعوبات في الإلغاء الكامل للآثار الناجمة عن تغيير في صافي رصيد الأصول المالية الأجنبية. لذلك نلاحظ أن كثيراً من حالات التدخل من جانب المصارف

المركزية حول العالم، كانت على الأقل ذات تعقيم جزئي، ومفاد ذلك، أن عمليات التدخل قد أدت إلى حدوث تغييرات في الكميات النسبية للنقود الوطنية التي في التداول circulation in. ومن هذا المنطلق، يرى كثير من الاقتصاديين أن عمليات التدخل من جانب المصرف المركزي يمكن أن تؤثر بشكل فعلي على أسعار الصرف السائدة في السوق.

وفي المثال المذكور من قبل، يمكن أن يكون مصرف اليابان المركزي قد تدخل في سوق الصرف الأجنبي لتحقيق هدف خارجي. وقد نتج عن هذا التدخل، حدوث تغيير في الرصيد النقدي المحلي. فإذا افترضنا أن التغيير في الرصيد النقدي الياباني يتعارض مع الأهداف الداخلية التي يرغب مصرف اليابان في تحقيقها، عندئذ قد يرغب المصرف في إلغاء offset أو تعقيم sterilize آثار التدخل في سوق الصرف الأجنبي على الرصيد النقدي في اليابان. هنا يستطيع مصرف اليابان تعقيم عمليات الصرف الأجنبي من خلال عمليات معوضة في السوق المفتوحة

ولكي يقوم بتعقيم أثر عملية ما في سوق الصرف الأجنبي، يجب على المصرف المركزي لليابان أن يلغي أثر الزيادة في احتياطات الصرف الأجنبي بمقدار مكافئ يقلل به حجم الائتمان المحلي. وحتى يقوم بذلك، ينبغي على مصرف اليابان أن يقوم ببيع أوراق مالية في السوق المفتوحة. وعندما يقوم المصرف المركزي لليابان ببيع أذون حكومية قيمتها 110 ملايين ين إلى أحد المتعاملين المحليين ينخفض حجم الائتمان المحلي بنفس المقدار. ويقوم المشتري بتحويل قيمة الأذون التي اشتراها من حسابه الجاري إلى المصرف المركزي الياباني. ويقوم المصرف المركزي بتسوية القيمة عن طريق تخفيض إجمالي احتياطات مصرف العميل لديه. ولذلك نجد أن الودائع الجارية تنخفض بمقدار 110 ملايين ين.

يوضح الجدول رقم (12) ذلك الأثر المركب من عملية سوق الصرف الأجنبي، وعملية السوق المفتوحة على ميزانية المصرف المركزي لليابان. وعندما يقوم المصرفان بهاتين العمليتين بشكل متزامن، نجد أن الائتمان المحلي ينخفض بقيمة 110 ملايين ين، على حين تزيد احتياطات النقد الأجنبي بنفس المقدار. وينتج عن عملية سوق الصرف الأجنبي زيادة مقدارها 110 ملايين ين في احتياطات المصرف الخاص بينما تؤدي عملية السوق المفتوحة إلى نقص يبلغ 110 ملايين ين في احتياطات المصرف الخاص. وعلى ذلك، يصبح الأثر الصافي صفراً. كذلك يكون الأثر الصافي على القاعدة النقدية اليابانية صفراً.

إن تعقيم عملية الصرف الأجنبي تترك القاعدة النقدية اليابانية دون تغيير، وهو ما يؤدي بالتالي إلى عدم حدوث تغيير في الرصيد النقدي الياباني. وبتضمنين عملية سوق النقد الأجنبي، وعملية السوق المفتوحة في المعادلة التي تمثل العلاقة بين الرصيد النقدي والقاعدة النقدية، نستطيع التعبير عن الأثر على الرصيد النقدي على النحو التالي :

$$\Delta M_j = m_j \times (\Delta DC + \Delta FER)$$

$$2.6 \times (-¥ 110 \text{ million} + ¥ 110 \text{ million}) = 0$$

شكل رقم (12): الأثار المشتركة لعملية سوق الصرف الأجنبي وعملية التعقيم على ميزانية مصرف اليابان المركزي

الأصول (الموجودات)	الخصوم (المطلوبات)
نقص الائتمان المحلي بمقدار - 110 ملايين ين	العملة الوطنية
زيادة احتياطات النقد الأجنبي بمقدار + 110 ملايين ين	احتياطات المصرف
	110+ ملايين ين
	110- ملايين ين
القاعدة النقدية	القاعدة النقدية

ومما سبق ، نستطيع القول إن التدخل بالتعقيم الكامل ليس له أثر على الرصيد النقدي الياباني. وقد يرغب نظام الاحتياطي الفيدرالي أيضاً في تعقيم أثر العملية التي قام بها مصرف اليابان المركزي في سوق الصرف الأجنبي على الرصيد النقدي الأمريكي وإذا كان الأمر كذلك ، يستطيع نظام الاحتياطي الفيدرالي أن ينفذ عملية تعويضية من خلال السوق المفتوحة.

المبحث الثالث: المنهج النقدي لميزان المدفوعات وتحديد سعر الصرف:

THE MONETARY APPROACH TO BALANCE - OF - PAYMENTS AND EXCHANGE - RATE DETERMINATION

قد قمنا في الفصل الرابع، المناهج التقليدية لميزان المدفوعات، وتحديد سعر الصرف، وذلك من خلال تناول منهجي المرونات والاستيعاب. وكما سبق أن أشرنا، يركز هذان المنهجان على المعاملات في السلع والخدمات، مع إهمال أسواق المال. وبعد انهار " نظام بريتون وودز " ، فكر الاقتصاديون في تطوير مناهج جديدة لفهم كيفية تحديد ميزان المدفوعات وسعر الصرف مع السماح بوجود أسعار الصرف المعومة ووجود درجة أكبر من الاندماج بين أسواق السلع، وأسواق المال عبر اقتصاديات الدول المختلفة. وقد تمخضت جهود هؤلاء الاقتصاديين عن ولادة المنهج النقدي الذي حاز على قبول كثير من الاقتصاديين.

والمنهج النقدي لميزان المدفوعات، وتحديد سعر الصرف، يفترض أن التغييرات في ميزان المدفوعات وفي القيمة التبادلية للعملة الوطنية هي في الأساس ظاهرة نقدية *a monetary phenomenon* . ومعنى ذلك، أن العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات، والتغييرات في سعر الصرف، تنجم عن الفرق بين الكمية المعروضة من النقود، والكمية المطلوبة منها.

وعلى الرغم من حداثة تطوير المنهج النقدي بالقياس إلى المناهج التقليدية، فإن جذور هذا المنهج قديمة، وتعود إلى النموذج الذي قدمه الاقتصادي الشهير " دافيد هيوم david hume " والذي يعبر عن العلاقة بين السعر والاحتياطي المعدني للعملة price - specie model . ويبدأ هذا المنهج بالنموذج الرسمي للطلب على الأرصدة النقدية والغرض منها.

1- منهج مدرسة " كامبردج " للطلب على النقود: The Cambridge Approach To Money Demand

يبدأ المنهج النقدي تحليله بمعادلة كامبردج Cambridge equation وهي عبارة عن نظرية للطلب على النقود تم تقديمها في أواخر القرن التاسع عشر من جانب اقتصادي جامعة كامبردج. وتمثل المعادلة فيما يلي :

$$M^d = kPY$$

حيث تشير M إلى المقدار الكلي من الأرصدة النقدية الاسمية التي يرغب القطاع العائلي households في الاحتفاظ بها، وتعبّر عن كسر fraction تتراوح قيمته بين الصفر والواحد، وتشير P إلى المستوى العام للأسعار في الدولة المعنية، وأخيراً تعبر Y عن إجمالي الدخل الحقيقي. وحيث إن P هي المستوى العام و Y هي الدخل الحقيقي، فإن حاصل ضرب الاثنين يعطينا الدخل الاسمي nominal income . وعلى ذلك، تشكل معادلة كامبردج فرضية تقول بأن الأشخاص يحتفظون بنسبة من دخلهم الاسمي في شكل أرصدة نقدية.

2- النقود وميزان المدفوعات وسعر الصرف: Money, the Balance of Payments and the Exchange rate

كما سبق أن أوضحنا، فإن كمية النقود في دولة ما تعادل مضاعف النقود مضروباً في القاعدة النقدية:

$$M = m (DC + FER)$$

وكما سبق أن أشرنا من قبل، يتم التعبير عن القاعدة النقدية بمجموع الائتمان المحلي واحتياطيات النقد الأجنبي.

1-2 - العلاقة بين الرصيد النقدي وميزان المدفوعات :

The Relationship between the Money Stock and the Balance of Payments

نتذكر أن ميزان الحساب الجاري زائد ميزان حساب رأس المال معاً يساويان ميزان التسويات الرسمية. ويتكون ميزان التسويات الرسمية في الأساس من التغييرات في أرصدة الصرف الأجنبي لدى المصرف المركزي. ولكي نقوم بتبسيط المناقشة، سوف نفترض أن احتياطيات الدولة من النقد الأجنبي تعادل رصيد ميزان التسويات الرسمية

وباستخدام هذه المتطابقة المحاسبية accounting identity نستطيع الربط بين الرصيد النقدي للدولة بميزان مدفوعاتها. ونتذكر أيضاً ما تم ذكره في الفصل الأول حيث إن حدوث زيادة في رصيد ميزان التسويات الرسمية (أو في هذه الحالة المكون الخاص باحتياطيات النقد الأجنبي للقاعدة النقدية) تعادل فائض ميزان المدفوعات.

وبالمثل، فإن انخفاض احتياطات النقد الأجنبي يعادل عجز ميزان المدفوعات. وإذا لم يحدث تغيير في احتياطات الصرف الأجنبي، عندئذ يستمر رصيد ميزان المدفوعات الشامل دون تغيير (أي صفراً). وعلى ذلك، نستطيع أن نربط التغيير في الرصيد النقدي للدولة بالتغيير الذي يحدث في ميزان مدفوعاتها

2-2 - العلاقة بين الأسعار المحلية والأسعار الأجنبية وسعر الصرف الحاضر

The Relationship between Domestic Prices, Foreign Prices, and the Spot Exchange Rate

يفترض الاقتصاديون الذين يستخدمون المنهج النقدي، أن تعادل القوة الشرائية يتحقق في المدى الطويل. وكما ناقشنا في الفصل الثالث، فإن تعادل القوة الشرائية المطلقة يفترض أن المستوى التوازني للأسعار المحلية للسلع القابلة للتجارة والخدمات يعادل المستوى التوازني للأسعار الأجنبية للسلع القابلة للتجارة والخدمات مضروباً في سعر الصرف الحاضر بين عمليتي البلدين موضع الاهتمام. وعلى ذلك يتم التعبير عن تعادل القوة الشرائية المطلقة على النحو التالي:

$$*P = SP$$

حيث تشير P إلى مستوى الأسعار المحلية، وتعتبر S عن سعر الصرف الحاضر (وهو عدد وحدات العملة الوطنية مقابل وحدة واحدة من العملة الأجنبية)، وأخيراً تشير P* إلى مستوى الأسعار الأجنبية.

3-2 - شرط التوازن النقدي : The Monetary Equilibrium Condition

إن العلاقة بين معادلة كامبردج للطلب على النقود، وبين الرصيد النقدي (ومن ثم ميزان المدفوعات) ومستوى الأسعار الأجنبية، وسعر الصرف الحاضر، يمكن تحديدها من خلال شرط التوازن الذي يحقق التساوي بين كمية النقود المطلوبة وبين الرصيد النقدي، وذلك كما يلي:

$$M^d = M$$

ونقوم أولاً بإحلال المعادلة الخاصة بكمية الطلب على النقود ومعادلة كامبردج في المعادلة الخاصة بشرط التوازن، وبالتالي نحصل على ما يلي :

$$k PY = m (DC + FER)$$

وفي الخطوة الثانية، نستخدم الصيغة التي تعبر عن تعادل القوة الشرائية المطلقة، ونضعها في المعادلة الخاصة بمستوى الأسعار المحلية لنحصل على :

$$m (DC + FER) = k S P^* Y$$

وإذا قمنا بالتعبير عما سبق بصيغة لفظية، نقول إنه عند وضع التوازن يكون الرصيد النقدي الحقيقي مساوياً للكمية المطلوبة من النقود. ويستخدم مؤيدو المنهج النقدي هذه العلاقة في شرح كيفية قيام المتغيرات الرئيسية بالتأثير على ميزان مدفوعات الدولة والقيمة التبادلية (سعر الصرف) لعملتها الوطنية.

3- المنهج النقدي وترتيبات سعر الصرف الثابت:

The Monetary Approach and a Fixed Exchange Rate Arrangement

طبقاً للمنهج النقدي، فإن أي حدث يؤدي إلى وجود فرق بين كمية الطلب على النقود والكمية المعروضة منها، سوف يولد تغييراً في ميزان مدفوعات الدولة أو في سعر صرف العملة الوطنية. أضف إلى ذلك أن المنهج النقدي يفترض وجود عملية موازنة تلقائية automatic adjustment process تؤدي إلى عودة الاقتصاد إلى وضع التوازن الذي تتعادل عنده الكمية المطلوبة من النقود مع الكمية المعروضة منها ولكي نستوعب عملية الموازنة التلقائية للمنهج النقدي، ينبغي أن نأخذ في الاعتبار نوع ترتيبات سعر الصرف التي تطبقها الدولة المعنية. وعلى ذلك، ينبغي أن ندرس المنهج النقدي في ظل ترتيبات سعر الصرف الثابت وترتيبات سعر الصرف المرن.

(أ) التغيير في الائتمان المحلي : A Change in Domestic Credit

نفترض أن الدولة موضع الاهتمام صغيرة، وبالتالي لا يؤثر اقتصادها على مستويات الأسعار في الدول الأجنبية. أضف إلى ذلك افتراض أن المصرف المركزي لتلك الدولة يقوم بتثبيت سعر صرف العملة الوطنية. فإذا قام المصرف المركزي بزيادة حجم الائتمان المحلي عن طريق شراء أوراق مالية من السوق المفتوحة عندئذ نجد أن عملية السوق المفتوحة سوف تؤدي في هذه الحالة، إلى حدوث زيادة في الرصيد النقدي من خلال أثر المضاعف. ومع افتراض ثبات العوامل الأخرى، نجد أن عملية السوق المفتوحة تجعل الرصيد الحقيقي يزيد على الكمية المطلوبة من النقود.

وفي ظل هذا الموقف، يجد القطاع العائلي أن كمية النقود التي يحتفظ بها تزيد على الكمية التي يرغب في حيازتها، وبالتالي يقلل أعضاء القطاع العائلي من النقود التي في حوزتهم عن طريق زيادة مشترياتهم من السلع والخدمات. واعتماداً على ترتيبات سعر الصرف المستخدمة، نجد أن الزيادة في الطلب على السلع والخدمات الأجنبية سوف يكون لها أحد أثرين. ففي ظل ترتيبات سعر الصرف الثابت فإن المشتريات الإضافية من السلع والخدمات الأجنبية سوف يتولد عنها عجز في ميزان المدفوعات، مع عدم حدوث تغيير في سعر صرف العملة الوطنية. أما تحت نظام سعر الصرف المرن، نجد أن زيادة مشتريات السلع والخدمات الأجنبية سوف تؤدي إلى حدوث انخفاض في قيمة العملة الوطنية، مع عدم تغيير وضع ميزان المدفوعات.

وفي ظل نظام سعر الصرف الثابت، ينبغي على السلطات النقدية أن تتدخل عن طريق بيع احتياطي النقد الأجنبي من أجل الحفاظ على القيمة الثابتة للعملة الوطنية. وينتج عن ذلك انخفاض في احتياطي النقد الأجنبي، بينما يظل سعر الصرف الحاضر على ما هو عليه.

وإذا أخذنا في الاعتبار حجم التدخل في سوق الصرف الأجنبي الذي ينبغي أن تقوم به السلطات النقدية للحفاظ على ثبات القيمة التبادلية للعملة الوطنية. وسوف نرسم للقيمة التبادلية الثابتة للعملة المحلية بالرمز

S، والمستوى الجديد للانتمان المحلي بالرمز DC`. وعند هذا المستوى الجديد، نجد أن الرصيد النقدي يزيد على الكمية المطلوبة من النقود، ونعبر عن ذلك على النحو التالي:

$$m(DC` + FER) > kSP * Y$$

ولكي نمنع قيمة العملة الوطنية من الانخفاض، ينبغي على المصرف المركزي للدولة أن يقلل كمية النقود المعروضة، بحيث تتكافأ مع الكمية المطلوبة منها. وحتى يقوم بذلك، يجب على المصرف المركزي بيع مقدار كاف من احتياطات النقد الأجنبي حتى يعوض الزيادة في الائتمان المحلي، والعودة بالرصيد النقدي إلى مستواه الأصلي. وعند هذا المستوى، نجد أن الكمية من النقود التي يرغب القطاع العائلي في حيازتها تعادل الكمية المعروضة من النقود.

وكما سبق أن ناقشنا من قبل، فإن حدوث انخفاض في احتياطات النقد الأجنبي يكون مكافئاً للعجز في ميزان المدفوعات. لذلك، يكون العجز في ميزان المدفوعات معادلاً للتغيير في احتياطات الصرف الأجنبي باعتباره أحد مكونات القاعدة النقدية، وهو ما يعادل التغيير في الائتمان المحلي الذي يحققه المصرف المركزي من خلال عمليات السوق المفتوحة. ومما سبق نخلص إلى أنه في ظل نظام سعر الصرف الثابت، يوضح المنهج النقدي أن الزيادة في الائتمان المحلي سوف تولد عجزاً في ميزان المدفوعات، والعكس صحيح.

(ب) التغيير في كمية الطلب على النقود: A Change in The Quantity of Money Demanded

وإذا استمر بنا الحال مع المثال الخاص بالدولة الصغيرة، التي تقوم بتثبيت قيمة عملتها الوطنية ونفترض أنه بدلاً من حدوث تغيير في الائتمان المحلي، تكون هناك زيادة إما في مستوى الأسعار الأجنبية أو في الدخل الحقيقي. وطبقاً لمعادلة كامبردج التي تم تطويرها بإدخال تعادل القوة الشرائية المطلقة، فإن حدوث زيادة في أي من المتغيرين المشار إليهما، سوف تؤدي إلى حدوث زيادة في الكمية المطلوبة من النقود.

وفي ظل هذا الموقف، يجد أعضاء قطاع العائلات أن كمية النقود التي يرغبون في حيازتها تقل عن المقدار الذي يتم الاحتفاظ به في الوقت الراهن. وسوف يقوم القطاع العائلي بزيادة حيازته من النقود عن طريق تخفيض الإنفاق على السلع والخدمات. وينتج عن ذلك تخفيض طلب القطاع العائلي سواء على السلع والخدمات المحلية أو الأجنبية. وينتج عن هبوط الطلب على السلع والخدمات الأجنبية، إما فائض في ميزان المدفوعات، أو ارتفاع قيمة العملة الوطنية. وللحفاظ على القيمة التبادلية للعملة (سعر الصرف) ثابتة ينبغي على المصرف المركزي للدولة أن يقوم بشراء احتياطات من النقد الأجنبي.

وإذا أخذنا في الاعتبار حجم التدخل من جانب المصرف المركزي في سوق النقد الأجنبي، والذي يهدف إلى الحفاظ على ثبات القيمة التبادلية للعملة الوطنية. هنا نستمر في ترميز القيمة التبادلية الثابتة للعملة المحلية بالرمز S، وإلى مستوى الأسعار الأجنبية الأعلى أو مستوى الدخل الحقيقي بالرمز $(P*Y)$. ونلاحظ هنا أن

المستوى الأعلى للأسعار الأجنبية أو للدخل الحقيقي، سوف يجعل الكمية المطلوبة من النقود تزيد على الكمية المعروضة منها، وذلك على النحو التالي:

$$m (DC + FER) < kS(P*Y)'$$

ولكي نمنع قيمة العملة المحلية من الارتفاع، تقوم السلطات النقدية المحلية بزيادة الكمية المعروضة من النقود، بحيث تتعادل مع الكمية المطلوبة من النقود. ولإنجاز ذلك، يقوم المصرف المركزي بشراء احتياطات النقد الأجنبي. وتكون الزيادة في الاحتياطات مكافئة لفائض ميزان المدفوعات، حيث يكون حجم الفائض مساوياً لمقدار التغيير في احتياطات الصرف الأجنبي. ومما سبق، نستطيع أن نخلص إلى أن حدوث ارتفاع سواء في مستوى الأسعار الأجنبية أو في مستوى الدخل المحلي الحقيقي، سوف ينتج عنه فائض في ميزان المدفوعات، والعكس بالعكس.

4- المنهج النقدي وترتيبات سعر الصرف المرن

The Monetary Approach and a Flexible Exchange Rate Arrangement

نفترض هنا أن الدولة الصغيرة لم تعد تحافظ على ثبات المصرف المركزي في تلك الدولة لعملة الوطنية. ومن حيث المبدأ، يسمح المصرف المركزي في تلك الدولة لسعر الصرف الحاضر بأن يتحدد بحرية في سوق الصرف الأجنبي. وفي ظل هذا النوع من ترتيبات سعر الصرف المرن، لا يتدخل المصرف المركزي في سوق الصرف الأجنبي. لذلك، يظل مكون احتياطات النقد الأجنبي في القاعدة النقدية دون تغيير، ولا تشهد الدولة فائضاً أو عجزاً في ميزان مدفوعاتها. ويتحدد سعر الصرف الحاضر من خلال الكمية المعروضة من النقود والكمية المطلوبة منها.

1-4 - التغيير في الائتمان المحلي : A Change in Domestic Credit

نفترض كما هو الحال في المثال السابق، يقوم المصرف المركزي للدولة المعنية بزيادة الائتمان المحلي من خلال شراء أوراق مالية. ويرتفع الائتمان المحلي والرصيد النقدي المحلي، ونجد أن الرصيد النقدي يزيد على الكمية المطلوبة من النقود.

وفي ظل هذا الموقف، يجد القطاع العائلي أن ما لديه من أرصدة نقدية تزيد على كمية النقود التي يرغب في حيازتها. ويقوم القطاع العائلي بتخفيض الأرصدة النقدية التي في حوزته عن طريق زيادة الإنفاق على السلع والخدمات سواء المحلية أو الأجنبية. وينتج عن زيادة الإنفاق على السلع والخدمات الأجنبية انخفاض في قيمة العملة الوطنية.

وسوف يستمر الانخفاض في قيمة العملة الوطنية حتى يحدث التعادل بين الكمية المعروضة من النقود مع الكمية المطلوبة منها. ومن هذا المنطلق، يتحدد سعر الصرف الحاضر من خلال الكمية المعروضة من النقود

والكمية المطلوبة منها، وعلى ذلك، نخلص إلى أنه في ظل نظام سعر الصرف المرن، يوضح المنهج النقدي أن الزيادة في الائتمان المحلي ينتج عن انخفاض في قيمة العملة الوطنية والعكس صحيح.

2-4-3 - التغيير في كمية الطلب على النقود :

A Change in The Quantity of Money Demanded

إذا حدث ارتفاع في مستوى الأسعار المحلية، أو في الدخل المحلي الحقيقي عندئذ وطبقاً لمعادلة كامبردج تزيد الكمية المطلوبة من النقود. وينتج عن ذلك أن تزيد الكمية المطلوبة من النقود على الكمية المعروضة منها . وفي ظل هذا الموقف، يجد القطاع العائلي أن الأرصدة النقدية الحالية التي في حوزته تقل عن الكمية المرغوبة. ويلجأ القطاع العائلي إلى زيادة حجم ما لديه من أرصدة نقدية عن طريق تقليل الإنفاق على السلع والخدمات المحلية والأجنبية والانخفاض في الإنفاق على المنتجات الأجنبية يؤدي إلى حدوث ارتفاع في قيمة العملة الوطنية. ويستمر هذا الارتفاع حتى يعود التعادل مرة أخرى بين الكمية المطلوبة من النقود والكمية المعروضة منها، ويجد القطاع العائلي أن الأرصدة النقدية الفعلية التي في حوزتهم تطابق الأرصدة النقدية المرغوب في حيازتها.

وعلى ذلك، نستطيع أن نخلص إلى أنه في ظل سعر الصرف المرن، يفترض المنهج النقدي أن الزيادة في مستوى الأسعار الأجنبية أو في مستوى الدخل المحلي الحقيقي، سوف ينتج عنه ارتفاع في قيمة العملة الوطنية، والعكس صحيح.

المبحث الرابع: تطبيق المنهج النقدي.. نموذج الدولتين:

APPLYING THE MONETARY APPROACH : A TWO-COUNTRY SETTING

حتى الآن، لم نتناول كيف تؤدي التغييرات في الكمية المعروضة من النقود والكمية المطلوبة منها في دولة أخرى إلى التأثير على سعر الصرف الحاضر. وقد وجد الاقتصاديون المنهج النقدي كعلامة مضيئة، توضح كيفية التفاعل بين حسابات ميزان المدفوعات وقيم العملات

1- النموذج النقدي لدولتين : A Two - Country Monetary Model

لكي يتم توسيع المنهج النقدي ليشتمل على دولتين ، ينبغي علينا أن نحدد معادلة كامبردج للطلب على النقود في كل دولة من هاتين الدولتين. وسوف نرمز للدولتين بالحروف A، B. ومعادلات كامبردج وشروط التوازن، وشرط تعادل القوة الشرائية المطلقة للدولتين تكون على النحو التالي :

$$M_A^d = k_A P_A Y_A \quad / \quad M_B^d = k_B P_B Y_B$$

$$M_A^d = MA \quad / \quad M_B^d = MB$$

$$P_A = SP_B$$

حيث تشير S إلى سعر الصرف الحاضر الذي نعبر عنه بعدد وحدات عملة الدولة A لكل وحدة من عملة الدولة B

ولكي نشق تعبيراً وحيداً لسعر الصرف الحاضر، نقوم أولاً بإحلال معادلة كامبردج لكل دولة في الصيغ الخاصة بشرط التوازن ، وبالتالي نحصل على:

$$M_A = k_A P_A Y_A \quad / \quad M_B = k_B P_B Y_B$$

ثم نقوم بعد ذلك بإحلال شرط تعادل القوة الشرائية المطلقة في صيغة شرط التوازن للدولة A وبالتالي نحصل على :

$$M_A = k_A S P_B Y_A \quad / \quad M_B = k_B P_B Y_B$$

والآن نقوم بقسمة شرط التوازن الخاص بالدولة A على نظيره الخاص بالدولة B ، وعلى ذلك نحصل على :

$$\frac{M_A}{M_B} = \frac{K_A S P_B Y_A}{K_B P_B Y_B}$$

ويمكن تبسيط الصيغة السابقة لتصبح:

$$\frac{M_A}{M_B} = S \times \frac{K_A Y_A}{K_B Y_B}$$

وأخيراً، نقوم بإعادة ترتيب رموز المعادلة عن طريق قسمة كل جانب من جانبي المعادلة بالنسبة ratio المعبرة عن كمية الطلب على النقود في كل دولة لنحصل على:

$$S = \frac{M_A}{M_B} \times \frac{K_B Y_B}{K_A Y_A}$$

وتوضح الصيغة السابقة عن المنهج النقدي لتحديد سعر الصرف في ظل نموذج الدولتين. أي أن سعر الصرف الحاضر يتحدد بالكميات النسبية للنقود المعروضة والكميات النسبية للطلب على النقود وباستخدام هذا التحديد، نستطيع أن نرى كيف يؤثر تغيير ما في الأرصدة النسبية للنقود أو في الكميات النسبية للطلب على النقود، في إحداث تغيير في سعر الصرف الحاضر. على سبيل المثال، إذا حدثت زيادة في الرصيد النقدي للدولة A، مع عدم حدوث تغيير في العوامل الأخرى، عندئذ يحدث ارتفاع في سعر الصرف الحاضر، ومفاد ذلك أن عملة الدولة A سوف تشهد انخفاضاً في قيمتها بالنسبة لعملة الدولة B. وإذا كانت هناك زيادة في الدخل الحقيقي للدولة A، عندئذ سوف يحدث انخفاض نسبي في الكمية المطلوبة من النقود، مما يؤدي إلى انخفاض في سعر الصرف الحاضر، أي يحدث ارتفاع في قيمة عملة الدولة A بالنسبة لعملة الدولة B.

2- مثال عن كيفية تحديد سعر الصرف لدولتين:

نفترض أن الناتج المحلي الإجمالي الاسمي في استراليا يبلغ 731.896 مليون دولار، وأن الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي يبلغ 665.360 مليون دولار أسترالي.

ونفترض كذلك أن الناتج المحلي الاسمي في نيوزيلندا يبلغ 126.194 دولاراً نيوزيلندياً، على حين يبلغ الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي 1.087.788 دولاراً نيوزيلندياً. وخلال نفس الفترة محل الاعتبار، كان الرصيد النقدي في استراليا 150.052 دولاراً استرالياً، بينما كان نظيره في نيوزيلندا 18982 دولاراً نيوزيلندياً والآن نستطيع أن نحسب النسبة من الدخل الاسمي التي يتم الاحتفاظ بها في شكل نقدي K في كل دولة، ويتم ذلك عن طريق قسمة الرصيد النقدي على الناتج المحلي الإجمالي الاسمي nominal GDP. وتوضح عمليات الحساب أن هذه النسبة من الأرصدة النقدية تبلغ 0.205 في استراليا ، 0.150 في نيوزيلندا.

وباستخدام هذه المعلومات، نستطيع توظيف المنهج النقدي لحساب سعر الصرف الحاضر التوازني بين الدولار الاسترالي ونظيره النيوزيلندي. فإذا كان الحرف A يشير إلى استراليا، والحرفان Nz يشيران إلى نيوزيلندا، فإننا نستطيع التعبير عن المنهج النقدي للدولتين في هذا المثال على النحو التالي:

$$S = \frac{MA}{MB} \times \frac{KB}{KAYA} \times YB$$

وبوضع القيم الخاصة بالرصيد النقدي، والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لكل دولة نحصل على:

$$S = \frac{A\$ 150052}{NZ\$ 18982} \times \frac{0.150(NZ\$ 108788)}{0.205(A\$ 665360)} = 0.9457$$

وعلى ذلك، يكون سعر الصرف التوازني الحاضر بين الدولار الاسترالي والدولار النيوزيلندي هو 0.9457 دولار استرالي، مقابل كل دولار نيوزيلندي واحد.

والآن، نحاول أن نأخذ في الاعتبار أثر الزيادة في الرصيد النقدي في استراليا حيث نفترض ارتفاع الرصيد النقدي الاسترالي بمقدار 5% ليصبح 157555 دولاراً استرالياً، مع بقاء الرصيد النقدي في نيوزيلندا على ما هو عليه. وبوضع تلك القيم الجديدة في الصيغة الحسابية السابقة، نحصل على القيمة الجديدة لسعر الصرف الحاضر بين عمليتي الدولتين.

$$S = \frac{A\$ 157555}{NZ\$ 18982} \times \frac{0.150(NZ\$ 108788)}{0.205(A\$ 665360)} = 0.9930$$

ومفاد ما سبق، أن حدوث زيادة في الرصيد الاسترالي قد أدى إلى حدوث ارتفاع في سعر الصرف الحاضر من 0.9457 إلى 0.9930 دولار استرالي مقابل كل دولار نيوزيلندي. ويبلغ الانخفاض في قيمة الدولار الاسترالي نسبة 0.05 .

وعلى ذلك، نستطيع القول إن النموذج النقدي للدولتين يوضح أن سعر الصرف الحاضر يتحدد عن طريق كمية الطلب على النقود والمعروض منها. والدولة التي تقوم بزيادة رصيدها النقدي تجعل قيمتها تنخفض. وبالمثل، نجد أن الدولة التي تشهد زيادة في كمية الطلب على النقود، سوف تشهد ارتفاعاً في قيمة عملتها، بافتراض بقاء العوامل الأخرى على ما هي عليه.

المبحث الخامس: منهج المحفظة المالية لتحديد سعر الصرف:

THE PORTFOLIO APPROACH TO EXCHANGE - RATE DETERMINATION

يركز المنهج النقدي لميزان المدفوعات، وتحديد سعر الصرف على الكمية المطلوبة من النقود والكمية المعروضة منها. و يقوم منهج المحفظة المالية بتوسيع المنهج النقدي من خلال الاعتراف بأن الأشخاص في القطاع العائلي households قد يرغبون في حيازة أدوات مالية أخرى، في صورة أوراق مالية محلية أو أجنبية وعلى ذلك، يفترض منهج المحفظة المالية أن القيمة التبادلية (سعر الصرف) لعملة الدولة تتحدد عن طريق كميات النقود الوطنية والكميات المطلوبة من الأوراق المالية المحلية والأجنبية، والكميات المعروضة من الأدوات المالية المختلفة في أسواق هذه الأدوات.

1- توزيع القطاع العائلي لعناصر الثروة Households' Allocation of Wealth

لتبسيط تناول منهج المحفظة المالية، سوف نركز فقط على ثلاثة أنواع من الأدوات المالية هي: النقود الوطنية، السندات المحلية، السندات الأجنبية.

ويفترض منهج المحفظة المالية أن الأشخاص يحصلون على فائدة نظير حيازتهم للسندات، ولكن لا يحصلون على فائدة من احتفاظهم بالنقود في شكل سائل. وعلى ذلك، نستطيع القول إن القطاع العائلي ليس لديه حافز للاحتفاظ بالنقود الأجنبية، حيث يمكنهم الحصول على هذه النقود من السوق الحاضرة للصرف عند الرغبة في إجراء معاملات أجنبية

وكما سبق أن ناقشنا، فإن حيازة السندات المحلية والأجنبية يحمل في طياته بعض عناصر المخاطر التي لا تتواجد عند الاحتفاظ بالنقود. ولكي تتم الموازنة بين المخاطر والعوائد التي تتعلق بهذه الأدوات، قد يرغب أعضاء القطاع العائلي في توزيع ثرواتهم على ثلاثة أنواع من الأدوات. وتعتبر المتطابقة الخاصة بالثروة عن هذا المفهوم على النحو التالي:

$$W=M+B+SB^*$$

حيث تشير W إلى ثروة القطاع العائلي، وتعتبر M عن الثروة التي يرغب القطاع العائلي في الاحتفاظ بها في شكل نقود سائلة، وتشير B إلى ذلك الجزء من الثروة التي يتم الاحتفاظ به في شكل سندات محلية، وتعتبر S عن سعر الصرف الحاضر بين العملتين (عدد وحدات العملة الوطنية التي تعادل وحدة واحدة من العملة الأجنبية)،

وأخيراً تشير B^* إلى المقدار المرغوب في حيازته من سندات أجنبية. وتوضح متطابقة الدخل أنواع الأصول التي تشكل الرصيد الإجمالي لثروة القطاع العائلي.

لذلك، نجد أن منهج المحفظة المالية يفترض أن القيمة التبادلية لعملة دولة ما يتحدد عن طريق الكميات الخاصة بكل واحد من هذه الأدوات المالية المعروضة والمطلوبة ولذلك، وعلى العكس من المنهج النقدي، فإن الفروق بين الكميات المطلوبة من السندات المحلية والسندات الأجنبية، والكميات المعروضة منها، تكون على نفس الدرجة من الأهمية للفروق في الكميات المطلوبة والمعروضة من النقود المحلية.

1-1- التغيير في رصيد النقود المحلية : A Change in The Domestic Money Stock

إذا تناولنا أثر عمليات السوق المفتوحة على القيمة التبادلية للعملة المحلية في سياق نموذج المحفظة المالية، نفترض أن المصرف المركزي يرغب في زيادة الرصيد الفصل التاسع و المنهج النقدي ومنهج المحفظة المالية لميزان المدفوعات وتحديد سعر الصرف النقدي المحلي، ويقوم بتنفيذ عملية سوق مفتوحة يتم بموجبها شراء سندات محلية. وكما سبق أن أشرنا، فإن عملية الشراء من السوق المفتوحة تجعل العروض النقدي المحلي يرتفع، ويجعل سعر الفائدة المحلي ينخفض

وعندما ينخفض سعر الفائدة المحلي، يجد أعضاء القطاع العائلي أنفسهم غير راضين عن التوزيع الحالي لثرواتهم، فالانخفاض في سعر الفائدة المحلي يسبب انخفاضاً في الكمية التي يطلبها القطاع العائلي من السندات المحلية. وحيث إن الطلب على السندات المحلية يتجه نحو الانخفاض، فإن كمية النقود المحلية تزيد، وكذلك الطلب على السندات الأجنبية

والشكل رقم (8) يوضح أثر التغيير في الكميات التي يطلبها القطاع العائلي على الأدوات الثلاث:

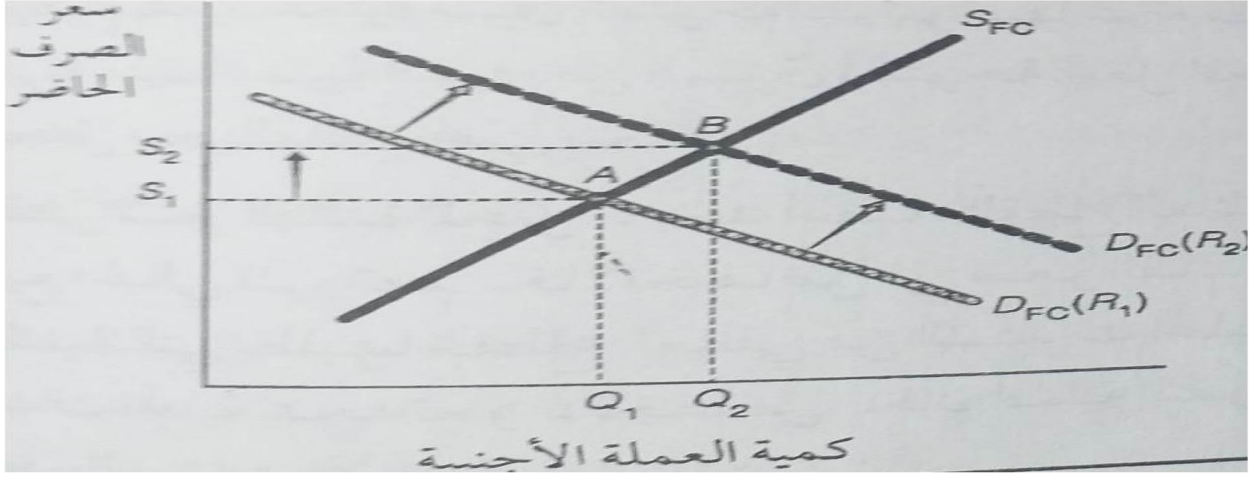
في البداية، ينبغي أن نشير إلى أن السوق الحاضرة للصرف تكون في حالة توازن عند النقطة (A) حيث يكون سعر الفائدة المحلي يعادل (R_1). وعندما يشتري القطاع العائلي المزيد من السندات الأجنبية، نجد أن الطلب على العملة الأجنبية سوف يرتفع، وهو ما يوضحه حدوث انتقال في منحنى الطلب إلى جهة اليمين أي من (1) PFC ليصبح (R_2) DFC. ونتيجة زيادة الطلب على العملة الأجنبية، يحدث ارتفاع في سعر الصرف الحاضر من S_1 إلى S_2 . لذلك، يحدث انخفاض في قيمة العملة الوطنية. ونستطيع أن نستخلص أن منهج المحفظة المالية يفترض أن حدوث انخفاض في سعر الفائدة المحلي ينتج عنه انخفاض في قيمة العملة المحلية والعكس صحيح.

2-1- التغيير في الفائدة الأجنبي : A Change in The Foreign Interest Rate

نتناول في هذا الجزء أثر حدوث ارتفاع في سعر الفائدة الأجنبي على سعر الصرف الحاضر. وبسبب حدوث تغيير في سعر الفائدة الأجنبي، يرغب القطاع العائلي في حيازة كميات أكبر من السندات الأجنبية وكميات أصغر من السندات المحلية والعملة الوطنية.

ويوضح الشكل رقم (9) أثر حدوث تغيير في سعر الفائدة الأجنبي على سعر الصرف الحاضر

شكل رقم (8) أثر انخفاض سعر الفائدة المحلي



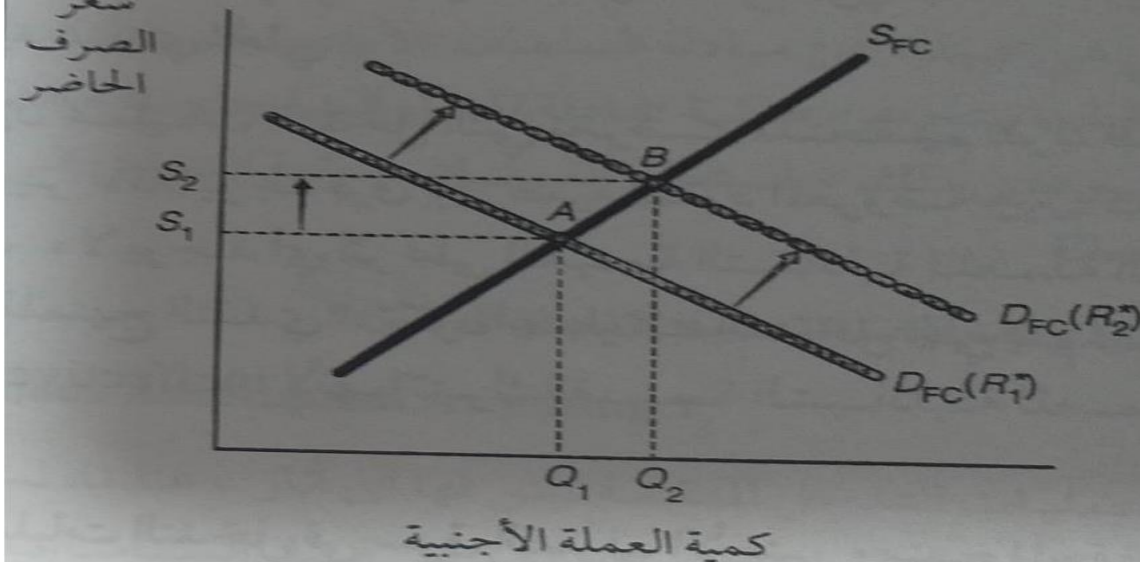
المصدر: جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز، مرجع سابق، ص 398.

في البداية، يكون سوق الصرف الحاضر في حالة توازن عند سعر صرف حاضره S_1 وعنده يكون سعر الفائدة الأجنبي يعادل R^* . وعندما يقوم القطاع العائلي بتحويل جزء من السندات الأجنبية والعملية المحلية إلى سيولة، ويبدأ في شراء السندات الأجنبية، نجد أن الطلب على العملة الأجنبية يرتفع وهو ما يتم التعبير عنه بانتقال منحنى الطلب من $D_{fc}(R_1^*)$ إلى $D_{fc}(R_2^*)$. إن الزيادة في الطلب على العملة الأجنبية تؤدي إلى ارتفاع سعر الصرف الحاضر من S_1 إلى S_2 . لذلك، نجد أن العملة المحلية تشهد انخفاضاً في القيمة. وعلى ذلك، نستطيع أن تستنتج أن منهج المحفظة المالية يوضح أن حدوث زيادة في سعر الفائدة الأجنبي يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية، والعكس بالعكس.

2- الاختيار بين التعقيم أو عدم التعقيم To Sterilize or Not To Sterilize

كما سبق أن أوضحنا، هناك كثير من الدول مثل الولايات المتحدة، تقوم بتعقيم كامل لعمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي، كإجراء روتيني. وهناك تساؤل مفاده: هل ينبغي على الدول أن تعقم تدخلها في سوق الصرف الأجنبي؟ إن الإجابة عن هذا السؤال تعتمد عما إذا كان تعقيم عمليات التدخل في سوق الصرف سوف يؤثر على القيمة التبادلية للعملة الوطنية. إن المنهج النقدي ومنهج المحفظة المالية لتحديد سعر الصرف، يقدمان إجابات متعارضة على هذا السؤال.

شكل رقم (9): أثر ارتفاع سعر الفائدة الأجنبي



المصدر: جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز، مرجع سابق، ص 399.

(أ) تعقيم عمليات التدخل في الصرف الأجنبي والمنهج النقدي :

Sterilized Foreign Exchange interventions and the Monetary Approach

طبقاً للمنهج النقدي لتحديد سعر الصرف، نجد أن الفروق بين الكمية الاسمية nominal quantity للمعروض النقدي، والكمية الاسمية للطلب على النقود، تحدد سعر الصرف الحاضر. وباستدعاء الصيغة الخاصة بالرصيد النقدي الذي يأخذ الصورة التالية:

$$M=m(DC+FER)$$

حيث تشير DC إلى الائتمان المحلي، وتعتبر FER عن احتياطات الصرف الأجنبي، وتشير m إلى مضاعف النقود. وطبقاً للمنهج النقدي، نجد أن التدخل في سوق الصرف الأجنبي يؤثر على سعر الصرف الحاضر للعملة الوطنية من خلال زيادة أو نقصان القاعدة النقدية المحلية، ومن ثم زيادة أو نقصان الرصيد النقدي المحلي على سبيل المثال، نجد أن التدخل في سوق الصرف الأجنبي الذي ينجم عنه زيادة في احتياطات الصرف الأجنبي، يؤدي إلى زيادة مضاعفة في الرصيد النقدي. والتعقيم الكامل لهذا التدخل يتضمن عملية بيع في السوق المفتوحة لأوراق مالية مما يقلل من الائتمان المحلي بمقدار يعادل الزيادة في احتياطات الصرف الأجنبي، ونتيجة للتدخل في السوق المفتوحة، تظل القاعدة النقدية دون تغيير، وكذلك الرصيد النقدي المحلي. وحيث إن عمليات التدخل التي تعرضت للتعقيم تترك الرصيد النقدي المحلي بدون تغيير، فلا يوجد فرق بين كمية النقود المعروضة وبين كمية الطلب على النقود. لذلك، لا يوجد أي أثر على القيمة التبادلية للعملة

الوطنية، وعلى ذلك، وطبقاً للمنهج النقدي، تكون عمليات التدخل التي يتم تعقيمها بالكامل غير فعالة ineffective لأنها تترك القيمة التبادلية للعملة المحلية بدون تغيير.

(ب) تعقيم عمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي ومنهج المحفظة المالية :

Sterilized Foreign Exchange interventions and the Portfolio Approach

طبقاً لمنهج المحفظة المالية، نجد أن التغييرات في القيمة التبادلية للعملة الوطنية تنتج عن الفروق بين الكميات المعروضة من النقود والسندات، وبين الكميات المطلوبة منها. إن منهج المحفظة المالية البسيط يفترض أن القطاع العائلي يقوم بتوزيع ثروته على أدوات مالية ثلاث هي: النقود الوطنية والسندات المحلية، والسندات الأجنبية. والآن نتناول أثر التعقيم الكامل لعمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي في سياق نموذج المحفظة المالية إن احتياطات الصرف الأجنبي عبارة عن أدوات مالية مقومة بعملات أجنبية مثل أذون وسندات الخزانة treasury bills and bonds وعندما تقوم السلطات النقدية الوطنية بشراء احتياطات الصرف الأجنبي، تزيد بالتالي كمية السندات الأجنبية المطلوبة. إن الزيادة في الكمية المطلوبة من السندات الأجنبية تؤدي إلى انخفاض في قيمة العملة الوطنية

إن شراء احتياطات الصرف الأجنبي ينتج عنه زيادة في القاعدة النقدية المحلية وفي الرصيد النقدي المحلي. ويقوم المصرف المركزي بتعقيم عمليات التدخل من خلال عملية سوق مفتوحة تنطوي على بيع السندات المحلية، مما يقلل

من حجم الائتمان المحلي، ويترك القاعدة النقدية المحلية والرصيد النقدي المحلي دون تغيير. إن عملية السوق المفتوحة تؤدي إلى زيادة كمية السندات المحلية المتاحة. وعلى ذلك، وفي واقع الأمر، تكون عملية تعقيم التدخل في سوق الصرف الأجنبي هي عبارة عن مبادلة السندات الأجنبية بالسندات المحلية. وطبقاً لمنهج المحفظة المالية، ينتج عن عملية المبادلة المشار إليها حدوث انخفاض في قيمة العملة الوطنية. وعلى ذلك، نستطيع القول إن عملية التدخل التي تم تعقيمها يمكن أن تكون فعالة.

3 – النتائج المترتبة عن عمليات التعقيم Do Interventions Accomplish Anything

إذا كانت عمليات التدخل المعقمة ليس لها أي آثار، عندئذ نستطيع القول أن مضمون ذلك، هو أن عمليات التدخل تعد من قبيل السياسات التي تزيد على الحاجة redundant policies. وبعد كل ذلك يستطيع المصرف المركزي أن يقوم بتغيير حجم النقود المتداولة بالنسبة لعملات الدول الأخرى، وذلك عن طريق تطبيق سياسات محلية بحتة، مثل تغيير أسعار الفائدة أو الدفعات مقدماً advances أو الدخول في عمليات السوق المفتوحة، وهو ما يؤدي إلى تغيير القاعدة النقدية. ونتيجة لذلك، تصبح من القضايا المهمة المطروحة أمام المتخصصين في الاقتصاد النقدي الدولي، ما إذا كانت عمليات التدخل في سوق الصرف لها تأثيرات مستقلة في المدى القصير والطويل على أسعار الصرف في السوق.

ويعتقد معظم الاقتصاديين أن تعقيم عمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي، من الناحية النظرية على الأقل، يمكن أن يكون له أثران عاجلان على أسعار الصرف. ويطلقون على الأثر الأول اصطلاح " أثر توازن المحفظة portfolio balance effect، ذلك إنه إذا نظرنا لسعر الصرف باعتباره السعر النسبي relative price لأصول مالية غير قابلة للإحلال الكامل مثل السندات، عندئذ نجد أن التغييرات في حيازات المصرف المركزي أو الحكومة من السندات والأصول المالية الأخرى المقومة بعملات مختلفة، يمكن أن تؤثر على أسعار الصرف من خلال التأثير على الأسعار التوازنية التي يرغب عندها المتعاملون في حيازة هذه الأصول المالية.

على سبيل المثال، إذا أدت عملية التدخل إلى تقليل المعروض من الأصول المالية المحلية بالنسبة للأصول الأجنبية التي يحتفظ بها الأشخاص والشركات، عندئذ نجد أن العائد المتوقع من حيازة الأصول المحلية سوف ينخفض من أجل حث الأشخاص والشركات على إعادة تعديل أوضاع المحافظ المالية التي تخصهم وحدوث انخفاض في معدل العائد المتوقع على الأصول المحلية، يتطلب في المقابل حدوث ارتفاع في قيمة العملة الوطنية. وعلى ذلك، فإن قيام المصرف المركزي أو وزير المالية بالتدخل لشراء العملة المحلية، يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة الوطنية من خلال أثر توازن المحفظة.

والأثر الثاني المرتقب من عملية التدخل هو " أثر الإعلان announcement effect (ويطلق عليه كذلك أثر الإشارة signalling effect)، حيث تقوم عمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي بمعلومات كانت غير معروفة بالنسبة للمتعاملين في الصرف الأجنبي، وهو الأمر الذي يؤدي إلى حدوث تغيير في طلب وعرض العملات الأجنبية في أسواق النقد الأجنبي. لذلك، يمكن أن يتواجد أثر الإعلان إذا أفصحت الحكومة أو المصرف المركزي عن معلومات داخلية لم يكن يعرفها المتعاملون في سوق الصرف قبل تنفيذ عمليات التدخل. على سبيل المثال، إذا كان المصرف المركزي يخطط لتنفيذ سياسة في المستقبل تهدف إلى مواجهة التضخم anti-inflation policy عن طريق تقليل الرصيد النقدي فقد يفصح عن ذلك القصد بالسير عكس اتجاه الرياح في مواجهة حدوث اتجاه هبوطي في قيمة العملة الوطنية.

فإذا أخذ المتعاملون في السوق هذه الرسالة على محمل الجد، عندئذ سوف يتوقعون حدوث ارتفاع في قيمة العملة في المستقبل المنظور، مما يدعوهم إلى زيادة حيازاتهم من العملة. وهذا التصرف المنسجم من جانب المتعاملين في العملة سوف يؤدي إلى حدوث ارتفاع فعلي في قيمة العملة. لذلك، نجد أن أثر الإعلان الناجم عن التدخل، مثله في ذلك مثل أثر توازن المحفظة المالية، سوف يستحث على ارتفاع في قيمة العملة المحلية.

وفي دراسة موسعة قام بها الاقتصاديان الشهيران " كاثرين دومينجو Kathryn Dominguez ، وجيفري فرانكل Jeffrey Frankel" عن عمليات التدخل في أسواق الصرف الأجنبي خلال عقدي ثمانينيات وتسعينيات القرن العشرين، تم التوصل إلى نتيجة مفادها وجود الأثرين المشار إليهما خلال الفترة محل الدراسة، وعلى وجه

الخصوص في الجزء الأخير من عقد الثمانينيات عندما قرر عدد كبير من الحكومات أن يتدخل بصورة كبيرة في أسواق الصرف.

كما اتضح كذلك أن تأثير الإعلان عن التدخل كان أكبر بكثير من الأحجام الفعلية لعمليات التدخل. وهو الأمر الذي يؤكد تأثير الإعلان عن عمليات التدخل. وقد برهن ذلك أيضاً على أن المتعاملين في الصرف الأجنبي ينظرون إلى عمليات التدخل باعتبارها إشارات عن تعهدات الحكومة والمصرف المركزي بإجراء تغييرات مستقبلية في السياسات الاقتصادية المطبقة، وكان رد الفعل من جانبهم، هو إحداث تغيير في حيازتهم من الأصول المقومة بالعملة المحلية والأجنبية.

وقد نتج عن ذلك حدوث تغيير في أسعار الصرف السائدة في السوق، على الأقل في المدى القصير. وفي دراسة حديثة قامت بها " كاثرين دومينجو " عن تأثير عمليات التدخل اليومي في سوق الصرف الأجنبي على حساسية سعر الصرف للتقلبات. وقد خلصت الدراسة إلى أن عمليات التدخل قد أدت إلى زيادة درجة الحساسية للتقلبات خلال نحو ثلاث ساعات في اليوم، ولم يمتد أثرها بقوة إلى اليوم التالي. وقد استنتجت من ذلك أن الحكومة تعتمد على التدخل بشكل مستمر باعتباره أحد أدوات السياسة، حيث تؤثر على قيم العملة فقط دون زيادة درجة الحساسية للتقلبات في سعر الصرف في المدى الطويل.

ملخص الفصل: يمكن تلخيص أهم ما ورد في هذا الفصل من النقاط التالية:

1 - أصول وخصوم المصرف المركزي : Central Bank Assets and Liabilities

إن مجموع الائتمان المحلي – الأوراق المالية الحكومية والقروض للمؤسسات المصرفية الخاصة - والأوراق المالية والودائع المصرفية المقومة بالعملات الأجنبية، تشكل الشطر الأكبر من أصول (موجودات) المصارف المركزية الرئيسية، على حين نجد أن مجموع العملات المصدرة والاحتياطيات الخاصة بالودائع التي تحض المؤسسات المصرفية الخاصة، تشكل الجزء الأكبر من الخصوم (الالتزامات) للمصارف المركزية الرئيسية.

2- تدخل المصرف المركزي في سوق الصرف، والقاعدة النقدية والرصيد النقدي، و عمليات التعقيم:

Central Bank Foreign Exchange Market Interventions, the Monetary Base, the Money Stock, and Sterilization

تؤدي عمليات التدخل من جانب المصرف المركزي، إلى حدوث تغيير في القاعدة النقدية للدولة عن طريق تغيير حجم الاحتياطي من العملات الأجنبية. إن التغيير في القاعدة النقدية يقود إلى تغيير في الرصيد النقدي بمقدار مضاعف. إن تعقيم عمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي عن طريق عمليات السوق المفتوحة، يمكن أن يلغي بشكل جزئي أو كلي، كل الآثار الناجمة عن التدخل في سوق الصرف على القاعدة النقدية، ومن ثم على الرصيد النقدي.

3- المنهج النقدي لميزان المدفوعات وتحديد سعر الصرف :

The Monetary Approach to Balance-of-Payments and Exchange Rate Determination

يفترض هذا المنهج أن التغييرات في ميزان مدفوعات الدولة، أو في القيمة التبادلية لعملة الوطنية (سعر الصرف)، هي في الأساس ظاهرة نقدية. ومفاد ذلك، أن هذه التغييرات تعود إلى الفرق بين الكمية المعروضة من النقود، والكمية المطلوبة منها. وفي ظل نظام سعر الصرف الثابت، نجد أن الفرق بين الكمية المعروضة من النقود، والكمية المطلوبة، هي التي تحدد وضع ميزان مدفوعات الدولة محل الاهتمام ، بينما في ظل نظام سعر الصرف المرن، نجد أن الفرق بين عرض وطلب النقود تحدد سعر الصرف الحاضر لعملة الدولة المعنية في مواجهة العملات الأجنبية.

4- نموذج الدولتين للمنهج النقدي لتحديد سعر الصرف :

The Two-Country Monetary Approach to Exchange-Rate Determination

في المعتاد، يستخدم الاقتصاديون نموذج الدولتين للمنهج النقدي لتحديد سعر الصرف، وطبقاً لهذا النموذج، يتحدد سعر الصرف الحاضر بالمقادير النسبية للنقود المعروضة والمقادير المطلوبة منها. وعندما يرتفع الرصيد

النقدي في إحدى الدول، تتجه قيمة عملة تلك الدولة نحو الانخفاض، على حين يؤدي ارتفاع كمية النقود المطلوبة من عملة دولة ما إلى ارتفاع في قيمة هذه العملة

5- منهج المحفظة المالية لتحديد سعر الصرف:

The Portfolio Approach to Exchange-Rate Determination

يفترض منهج المحفظة المالية أن القطاع العائلي يرغب في الاحتفاظ بالعملة الوطنية بالإضافة إلى السندات المحلية والأجنبية. ويقوم القطاع العائلي بتوزيع ثروته فيما بين هذه الأدوات الثلاث المشار إليها من أجل إحداث توازن بين المخاطرة والعائد. ونتيجة لذلك، تتحدد القيمة التبادلية للعملة الوطنية من خلال الكميات المطلوبة من النقود والسندات المحلية والأجنبية، والكميات المعروضة من هذه الأدوات. وطبقاً لمنهج المحفظة المالية، ينتج عن الزيادة في سعر الفائدة المحلي ارتفاع في قيمة العملة الوطنية بينما يؤدي الارتفاع في سعر الفائدة الأجنبي إلى انخفاض في قيمة العملة الوطنية.

6- تعقيم عمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي في مواجهة عدم التعقيم:

Sterilized versus Nonsterilized Foreign Exchange Interventions

طبقاً للمنهج النقدي لتحديد سعر الصرف، يكون تعقيم عمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي غير فعال، بمعنى أنه يترك العرض المحلي من النقود بدون تغيير. وطبقاً لمنهج المحفظة المالية، يمكن أن تتسم عمليات التعقيم بالفعالية، حيث تجعل الأشخاص يغيرون حيازاتهم من السندات المحلية والأجنبية ومن ثم تغيير المقادير النسبية للطلب على العملة الأجنبية. وتشير الدلائل التطبيقية، إلى أن عمليات التعقيم يمكن أن يكون لها بعض التأثير على سعر الصرف الحاضر، وهو ما يشير إلى إمكانية حدوث أثر المحفظة المالية.

الفصل الخامس: تنسيق السياسات والاتحاد النقدي والمناطق المستهدفة

POLICY COORDINATION, MONETARY UNION, AND TARGET ZONES

الأهداف التعليمية

- ◉ الهدف الأول؛ تحديد ما المقصود بالاعتماد الهيكلي المتبادل، وكيف يؤدي ذلك إلى قيام الدول بالتعاون أو بتنسيق سياساتها.
- ◉ الهدف الثاني؛ تحديد وقياس المنافع المرتقبة من تنسيق السياسات الدولية.
- ◉ الهدف الثالث؛ تحديد العوائق المرتقبة من تنسيق السياسات الدولية.
- ◉ الهدف الرابع؛ إيضاح كيف تستفيد الدول من تطبيق عملة موحدة.
- ◉ الهدف الخامس؛ تحديد المقصود بالعملة الناقلة.
- ◉ الهدف السادس؛ تحديد ما المقصود بالمنطقة المستهدفة لسعر الصرف

تمهيد:

خلال شهر يناير عام 2003، ومع انخفاض قيمة الدولار في مواجهة عملة "اليورو"، قرر عديد من مواطني روسيا، بأنه قد حان الوقت لتنويع حيازاتهم من العملات الأجنبية. وبالرغم من قيام القطاع العائلي وقطاع العائلات في روسيا بشراء دولارات أكثر من اليورو، فإنهم قاموا ببيع كبير نسبياً للدولارات حيث بلغ صافي ما لديهم نحو 598 مليون يورو، بالمقارنة بنحو 438 مليون دولار. لذلك، ولأول مرة منذ إصدار "اليورو" تدفق مزيد من عملة اليورو بالقياس إلى الدولار الأمريكي ومع استمرار الانخفاض في قيمة الدولار خلال بيع عام 2003، حذت دول أخرى حذو روسيا، مما حدا ببعض المراقبين إلى القول بأن الدولار قد بدأ يفقد وضعه كعملة ناقلة vehicle currency مسيطرة.

المبحث الأول: الاعتماد المتبادل بين الدول INTERNATIONAL INTERDEPENDENCE

نستهل هذا الجزء بالسؤال التالي: ما الذي يجعل معظم دول العالم تقوم بتحديد تدابير سياساتها الاقتصادية أو يشارك بعضها البعض في نفس العملة؟ إن الإجابة تكمن في المعاملات الدولية في السلع والخدمات والأصول المالية، التي تجعل هناك مصالح مشتركة تجمع هذه الدول.

1- الاعتماد الهيكلي المتبادل والوفورات الخارجية للسياسات الدولية:

Structural Interdependence and International Policy Externalities

معروف أن الاقتصاديين يختلفون حول بعض القضايا، لكن أحد المجالات المهمة للاتفاق فيما بينهم يتعلق بزيادة الانفتاح فيما بين اقتصاد دول العالم.

(أ) الاعتماد الهيكلي المتبادل وتبعاته:

Structural Interdependence and Its Consequences

في ظل عالمنا المعاصر، يقوم رعايا مختلف الدول بالاتجار في مقادير كبيرة من السلع والخدمات والأصول المالية، مما يجعل اقتصاد هذه الدول في حالة اعتماد هيكلي متبادل، أي مرتبطة بشكل تبادلي. ومن المستتبعات الناجمة عن ذلك، إن الفوائد والأضرار التي تصيب إحدى الدول سوف تؤثر على رعايا دولة أخرى. ويعني ذلك، أن العمل الجماعي الذي يقوم به رعايا دولة معينة سوف ينساب أثره بشكل يؤثر على رفاهة رعايا دولة أخرى ويشير الاقتصاديون إلى هذه الآثار باصطلاح المؤثرات الخارج externalities.

ويمكن أن تكون المؤثرات الخارجية سالبة أو موجبة. وتظهر المؤثرات السالبة عندما تكون المعاملات بين مجموعة من الأشخاص إلى الإضرار بالآخرين. ولعل أبرز الأمثلة على ذلك موضوع التلوث pollution، حيث إن إنتاج السلع التي تحقق منفعة لفئة معينة من المنتجين والمستهلكين إلى تلويث الهواء أو الماء مما يقلل من رفاهة الآخرين. وهناك أيضاً إمكانية لأن تؤدي الأفعال الجماعية لرعايا دولة معينة إلى التأثير الإيجابي على الأداء الاقتصادي الشامل لدولة أخرى (مؤثرات موجبة)

(ب) المؤثرات الخارجية للسياسة الدولية International Policy Externalities :

عادة ما يوجه النظام الاقتصادي انتقاداً لجماعات الممثلين عن الشعب والمفوضين والأجهزة الحكومية باعتبارهم المسؤولين عن تطبيق السياسة الاقتصادية بالإنابة عن رعايا الدولة وإذا كان الاقتصاد القومي مستقلاً من الناحية الهيكلية، تتواجد عندئذ المؤثرات الخارجية (موجبة أو سالبة)، والعكس صحيح.

2- التعاون والتنسيق في مجال السياسات الدولية:

Accounting for Interdependence: International Policy Cooperation and Coordination

توجد طريقتان أمام الدول لكي تعمل معاً لتحقيق أهداف الأداء الاقتصادي هما:

(أ) التعاون في مجال السياسات الدولية International Policy Cooperation :

يقصد بذلك، إنشاء مؤسسات وإجراءات يستطيع من خلالها تبادل المعلومات تتعلق بأهداف هذه الدول والبيانات التي تتعلق بالاقتصاد القومي. ومن أبرز الترتيبات المؤسسية في هذا الخصوص مجموعة السبع (G7) التي تضم كندا، فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، اليابان، المملكة المتحدة، الولايات المتحدة. وهناك أيضاً بنك التسويات الدولية bank for international settlements المعروف اصطلاحاً بـ BIS.

(ب) التنسيق في مجال السياسات الدولية International Policy Coordination :

يقصد بالتنسيق في هذا الصدد، التحديد المشترك للسياسات الاقتصادية الوطنية لتحقيق منفعة مشتركة لمجموعة من الدول، وذلك مثلما هو الحال مع مجموعة العشرة (G10) ويجادل أنصار هذا التنسيق بالقول إن مختلف دول العالم يمكن أن تحقق مكاسب كبيرة من تنسيق السياسات الوطنية.

المبحث الثاني: إعادة النظر في القدرة التامة لرأس المال على التنقل

PERFECT CAPITAL MOBILITY REVISITED

في البداية، نفترض أن هناك قدرة تامة لرأس المال عبر الحدود الوطنية للدول كذلك نفترض أن سعر الصرف بين عملي دولتين في حالة تعويم في سوق الصرف الأجنبي. والآن نقرب من الواقع أكثر عندما نفترض مرونة مستوى الأسعار في كلتا الدولتين.

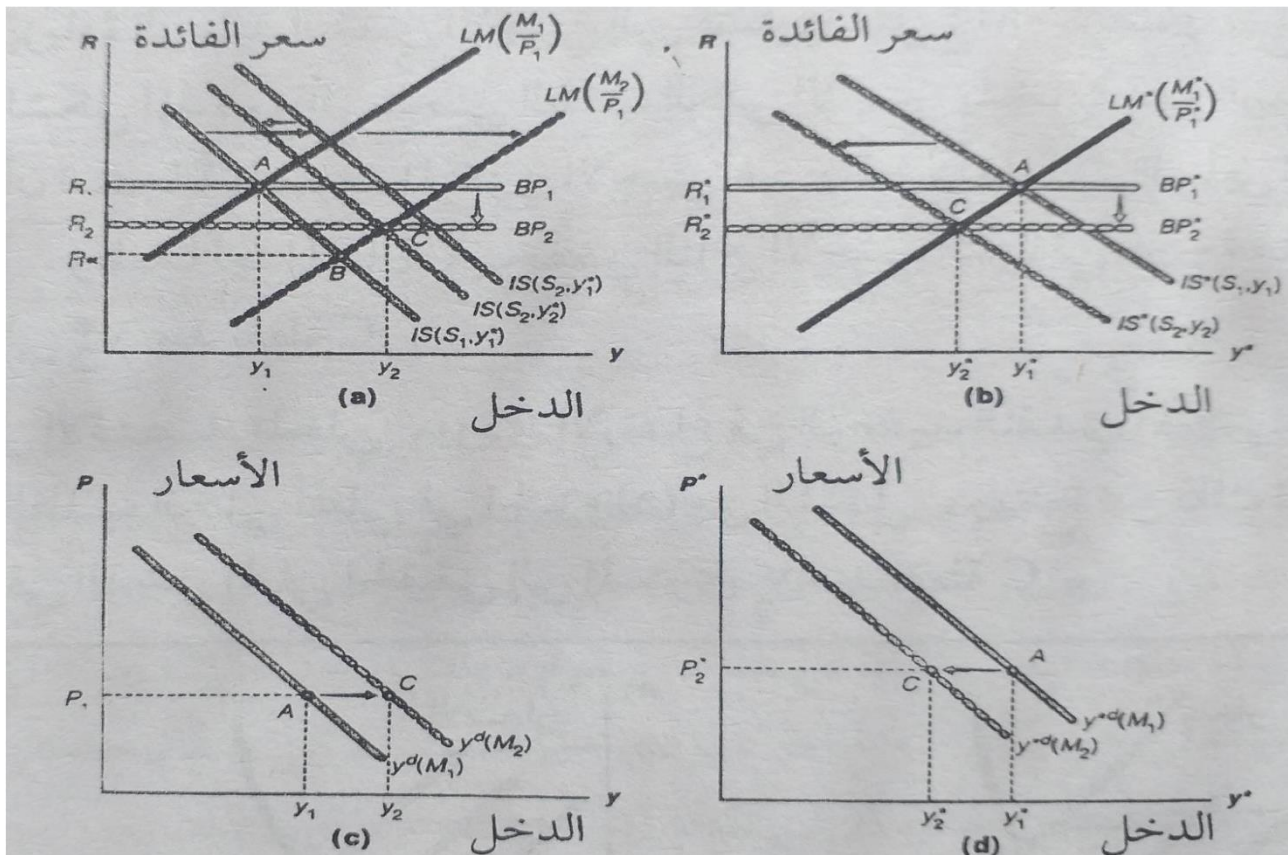
1- آثار السياسات النقدية الوطنية على الطلب الكلي:

إذا قام المصرف المركزي للدولة بزيادة كمية النقود الموجودة في التداول، فإن الجزء (a) من الشكل رقم (10) يوضح أنه عند المستوى الراهن للأسعار P_1 يوجد ارتفاع في كمية الأرصدة النقدية الحقيقية من M_1/P_1 إلى مستوى أعلى M_2/P_2 .

ويؤدي ذلك إلى انتقال منحنى LM إلى جهة اليمين من $LM(M_1/P_1)$ ليصبح $LM(M_2/P_1)$ وهو ما يجعل سعر الفائدة ينخفض من القيمة التوازنية R_1 عند نقطة A إلى قيمة R' عند نقطة B وهي قيمة تقع أدنى منحنى BP، وهي القيمة BP1 التي تقابل سعر الصرف التوازني الابتدائي. واستناداً إلى افتراض القدرة التامة لرأس المال على التنقل، يبدأ رأس المال في التدفق إلى الخارج. لذلك، تكون هناك زيادة في الطلب المحلي على الصرف الأجنبي، مما ينجم عنه انخفاض في قيمة العملة المحلية في مواجهة العملة الأجنبية، لذلك يرتفع سعر الصرف التوازني من S_1 إلى S_2 .

وحيث إن الانخفاض في قيمة العملة الوطنية يقلل الواردات ويزيد الصادرات، يتحرك المنحنى IS إلى ناحية اليمين في الجزء (a) من الشكل المذكور من $IS(S_1, y^*_1)$ إلى $IS(S_2, y^*_1)$. ويحدث عكس ذلك في الدولة الأجنبية لذلك تكون هناك زيادة في الطلب المحلي على الواردات الأجنبية، ونقص في الصادرات إلى الدولة الأجنبية. ونحن نفترض أن الأثر السلبي المباشر على ميزان التجارة أكبر من الأثر الإيجابي الناجم عن زيادة الطلب الأجنبي على

الصادرات، لذلك يتحرك منحنى IS إلى اليسار في الجزء (b) من الشكل رقم (10) من $IS^*(S_1, y_1)$ إلى $IS^*(S_2, y_2)$. والأثر الصافي للدخل الأجنبي الحقيقي يسبب انخفاضاً في الإنفاق الأجنبي على الواردات (أي حدوث انخفاض في الصادرات المحلية) مما يجعل منحنى IS يتحرك إلى اليسار إلى حد ما، أي من $IS(S_1, y_1^*)$ إلى $IS(S_2, y_2^*)$ وعند النقطة التوازنية النهائية C في كلا الجزئين، نجد أن سعر الفائدة التوازني المحلي يقترب من المساواة مع سعر الفائدة الأجنبي، أي أن $R_2 = R_2^*$. بسبب تحرك منحنى ميزان المدفوعات في الدولتين إلى جهة اليسار. شكل رقم (10): أثر التوسع النقدي المحلي على الطلب الكلي في ظل تعويم سعر الصرف والقدرة التامة لرأس المال على التنقل



المصدر: جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز، مرجع سابق، ص 611.

2- تضارب السياسات النقدية والدور المرتقب للتنسيق بينهما:

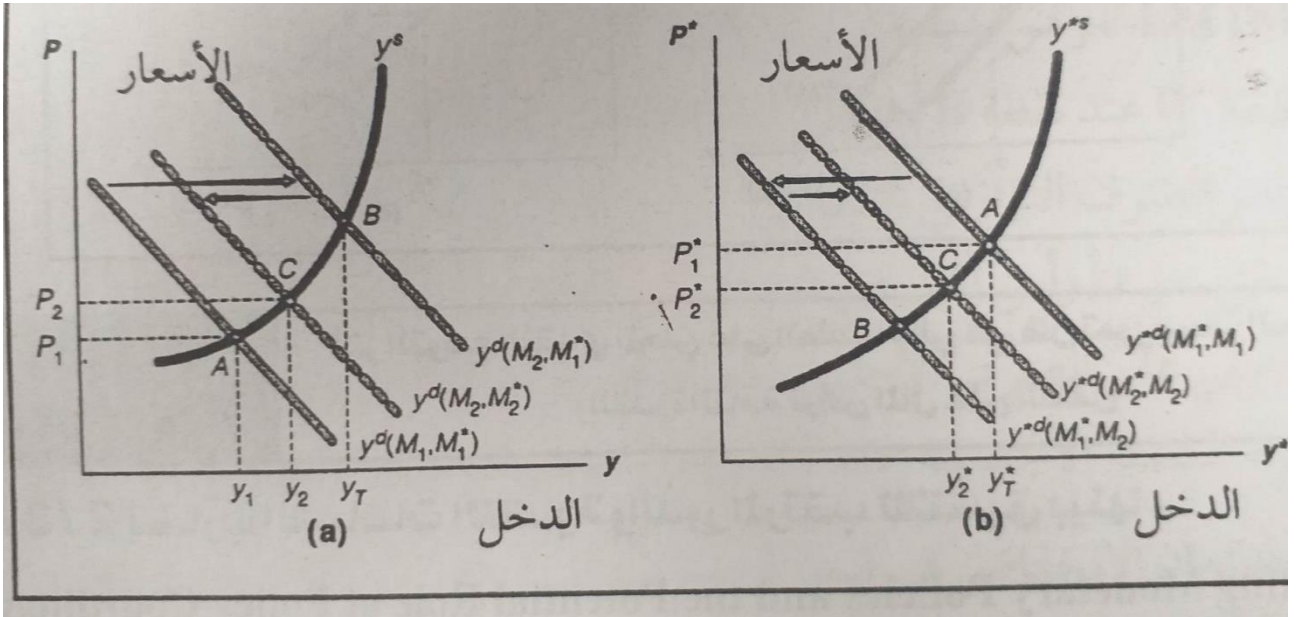
Conflicting Monetary Policies and the Potential Role of Policy Coordination

سبق أن أوضحنا أنه في ظل نموذج الدولتين مع تعويم سعر الصرف والقدرة التامة لرأس المال على التنقل، يوجد تضارب طبيعي في عملية صنع السياسة الاقتصادية، ويعرض الشكل رقم (11) ذلك التضارب ففي الجزء (a) من الشكل، نفترض أن المصرف المركزي المحلي يرغب في إحداث زيادة في الناتج المحلي التوازني في الأجل القصير، وذلك من y_1 إلى مستوى مستهدف هو y_T . ولتحقيق هذا الهدف ينبغي على المصرف المركزي زيادة كمية النقود الموجودة في التداول من M_1 إلى M_2 . وبافتراض أن الرصيد النقدي الأجنبي M_1^* ، يؤدي هذا الإجراء إلى تحرك منحنى الطلب الكلي المحلي إلى اليمين من (M_1, M_1^*) إلى (M_2, M_1^*) . ومع افتراض ثبات العوامل الأخرى، يرتفع الناتج الحقيقي المحلي من y_1 عند نقطة A إلى y_T عند نقطة B.

يؤدي هذا الإجراء للسياسة النقدية المحلية إلى تحرك منحني الطلب الكلي الأجنبي نحو اليسار ولإلغاء أثر الانخفاض في الناتج الحقيقي الأجنبي، يقوم المصرف الأجنبي بزيادة الرصيد النقدي الأجنبي إلى مستوى مثل M_2^* ، وكما يتضح من الجزء (b) من الشكل المذكور أن منحني الطلب الكلي الأجنبي يتحرك نحو اليمين. كما نفترض أن استجابة المصرف المركزي الأجنبي غير كافية لإلغاء الأثر السلبي الذي أشرنا إليه تماماً. وطبقاً لهذا المثال، ينخفض الناتج الأجنبي التوازني بدرجة ما في الأجل القصير إلى y_2^* عند نقطة C.

وفي الاقتصاد المحلي، يؤدي الارتفاع في الرصيد النقدي الأجنبي إلى تراجع منحني الطلب الكلي المحلي في الجزء (a) من الشكل، وينتج عن ذلك تلك الزيادة الصافية في الدخل المحلي الحقيقي إلى المستوى y_2 عند نقطة C.

شكل رقم (11) مثال عن التضارب في السياسات النقدية في ظل نموذج الدولتين



المصدر: جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز، مرجع سابق، ص 612.

لذلك، إذا قام المصرفان المركزيان بالعمل بشكل مستقل لتحقيق أهداف الدخل الحقيقي، من خلال السياسة النقدية لكل منهما، سوف يلغي كل منهما الآخر.

3- المكاسب المترتبة من تنسيق السياسات:

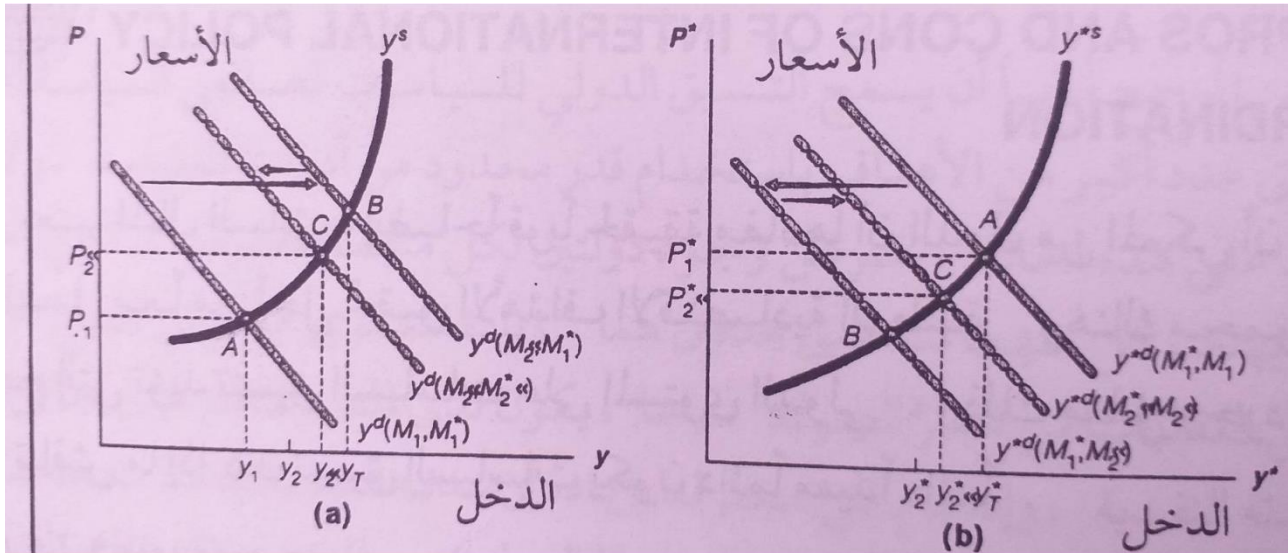
A Potential Gain from Policy Coordination

من حيث المبدأ، هناك إمكانية لأن يقوم المصرف المركزي في الدولتين بتقليل الآثار السلبية الناجمة عن تعارض السياسات، ويستطيع المصرف المركزي المحلي أن يقوم بذلك من خلال الاعتراف بأن أي توسع نقدي يقوم به، يؤدي إلى تخفيض الطلب الكلي والناتج الحقيقي التوازني في الدولة الأجنبية، وفي نفس الوقت يستطيع المصرف المركزي الأجنبي أن يعترف بأن الناتج الحقيقي في الدولة الأجنبية يجب أن ينخفض إلى حد ما عن المستوى المستهدف، وذلك بقصد السماح للناتج المحلي الحقيقي بأن يقترب من المستوى المستهدف.

ويعرض الشكل رقم (12) المزايا المترتبة من تنسيق السياسات. وسوف نفترض سريان الوضع المبدئي الذي تناولناه في الشكل رقم (11)، حيث تعبر y_1 عن مستوى الناتج التوازني في الدولة المعنية، وهو أقل من المستوى المستهدف y_T . لكن مستوى الناتج في الدولة الأجنبية يساوي المستوى المستهدف y_1^* . وإذا قام كلا المصرفين المركزيين بأخذ المصالح المشتركة في الحسبان، عندئذ يعترف المركز المحلي بأن محاولة زيادة الناتج الحقيقي إلى

مستواه المستهدف لا يمكن أن يولد انخفاضاً كبيراً في الطلب الكلي الأجنبي. ونتيجة لذلك، لن يحاول رفع الدخل الحقيقي بالكامل إلى المستوى المستهدف. وبدلاً من ذلك يقوم بزيادة الرصيد النقدي المحلي من M_1 إلى مستوى أعلى هو M_2 ، وبدءاً، يؤدي هذا التصرف إلى انتقال منحى الطلب الكلي المحلي، وذلك من نقطة A إلى نقطة (b) في الشكل المشار إليه.

شكل رقم (12) المكاسب المرتقبة من تنسيق السياسة النقدية الدولية



المصدر: جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز، مرجع سابق، ص 613.

وفي ظل تنسيق السياسات النقدية، يأخذ المصرف المركزي الأجنبي في حسبانته آثار سياساته على الدولة المحلية موضع الاهتمام. لذلك، عندما يحدث توسع طفيف للسياسة النقدية ينتج عنها انخفاض الطلب الكلي الأجنبي كما هو موجود في الجزء (b) من الشكل (12)، نجد أن المصرف المركزي الأجنبي يستجيب من خلال القيام بزيادة أكثر تواضعاً في الرصيد النقدي الأجنبي، وذلك بالمقارنة بحالة الاستقلال في صنع السياسة التي عالجتها في الشكل رقم (11)، مما يؤدي إلى حدوث زيادة طفيفة في الطلب الكلي الأجنبي. ونتيجة لذلك، أن ينخفض الناتج الحقيقي الأجنبي التوازني بمقدار ضئيل عن مستواه المستهدف إلى النقطة C، ومع ذلك مازال الناتج الأجنبي أقل قليلاً من مستواه المستهدف.

وفي الدولة المحلية، تؤدي الزيادة الطفيفة في الرصيد النقدي الأجنبي إلى حدوث انخفاض ضئيل في الطلب الكلي المحلي، وذلك كما هو موضح في الجزء (a) من الشكل رقم (12). ونتيجة لذلك، مازال الناتج المحلي التوازني أقل إلى حد ما من مستواه المستهدف عند نقطة C

وفي الأساس، وفي ظل تنسيق عملية صنع السياسة، يضحي المصرفان المركزيان جزئياً بالمصالح الفردية لدولهما، من أجل صالح المكاسب المشتركة للدولتين. ونتيجة لذلك، تصبح الدولتان في وضع أفضل، وذلك بالقياس إلى الحالة التي لا يرغب فيها المصرفان المركزيان القيام بهذه التضحية

المبحث الثالث: المؤيدون والمعارضون لتنسيق السياسات الدولية:

THE PROS AND CONS OF INTERNATIONAL POLICY COORDINATION

يعتبر المثال السابق، إيضاحاً قوياً لحقيقة مفادها أن الدول من الممكن أن تستفيد من العمل معا من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية الوطنية. وهناك مجموعة من الحجج التي تؤيد تنسيق السياسات على المستوى الدولي، وذلك مقابل وجود أسباب قوية تناقش ما إذا كان تنسيق السياسات يكون دائماً مفيداً دائماً.

1- المنافع المرتقبة من تنسيق السياسات الدولية.

Potential Benefits of International Policy Coordination

يقدم مؤيدو تنسيق السياسات الدولية ثلاث حجج منطقية لذلك التأييد وتعتبر الأمثلة المطروحة من خلال الشكلين (11) ، (12) تبياناً، وهي تشير إلى أن عملية تنسيق السياسات تستطيع أن تأخذ في حسابها إمكانية تقليل المؤثرات الخارجية ، والحجة الثانية : لعملية التنسيق يتمثل في أنه إذا عمل صانعو السياسة الوطنيون معاً، فإنهم يستطيعون تحقيق عدد أكبر من الأهداف بالقياس إلى الوضع عند قيام كل واحد منهم بشكل متفرد. والحجة الثالثة: يشير المؤيدون إلى أن عملية التنسيق تشكل جبهة موحدة في مواجهة الضغوط السياسية الداخلية، حيث إن هذه الضغوط يمكن أن تدفع في اتجاه تنسيق سياسات غير متسقة يمكن أن تضر بالوطن.

(أ) التوجه الداخلي للمؤثرات الخارجية للسياسات الدولية:

Internalizing International Policy Externalities

إن عملية تنسيق السياسات من أجل تحقيق المصالح المشتركة لمجموعة من الدول، تتطلب قيام صانعي السياسة بالتصرف كأنهم يعملون في ظل اقتصاد واحد. لذلك، نجد أن عملية تنسيق السياسات الدولية تقوم بعملية توجيه داخلي internalizing للمؤثرات الخارجية التي يمكن أن تتولد عن صياغة السياسات الوطنية بشكل منفرد. ولعل خير مثال على ذلك، افتراض قيام كل ولاية من الولايات الخمسين التي تتكون منها الولايات المتحدة الأمريكية باتخاذ سياسات دون النظر إلى آثارها على باقي الولايات الأخرى. و تستطيع الحكومة الأمريكية الفيدرالية أن تتغلب على تلك المشكلة من خلال التنسيق بين الولايات.

(ب) الحصول على أقصى ما يمكن من أدوات السياسات المطبقة:

Getting the Most Out of Limited Sets of Policy Instruments

من المرجح أيضاً أن يسمح التنسيق الدولي للسياسات لصانعي السياسة المحليين بتحقيق عدد أكبر من الأهداف باستخدام قدر محدود من أدوات السياسة. وكمثال مبسط على هذه الحالة، نفترض وجود دولتين لكل منهما المصرف المركزي الخاص بها، يهدف كل منهما لتحقيق هدفين هما: زيادة المستوى التوازني للنتائج المحلي وتقليل التقلبات في سعر الصرف. وهنا، يكون لدى المصرف المركزي حافز لزيادة أرصدته النقدية. وإذا قام كل مصرف بزيادة أرصدته النقدية بمعدلات مختلفة، عندئذ لا بد وأن يتغير سعر الصرف بين عملة الدولتين . وللتغلب على تلك المشكلة ، يستطيع المصرفان المركزيان تنسيق سياساتهما.

(ج) الحصول على دعم من الخارج : Gaining Support from Abroad

وتتمثل الحجة الثالثة لعملية تنسيق السياسات في إمكانية الحصول على دعم من الخارج من أجل المساندة في مواجهة الضغوط السياسية الداخلية، وذلك من خلال تكاتف صانعي السياسات من دول مختلفة معاً. على سبيل المثال، نفترض أن حكومة زامبيا تواجه صعوبات قبيل الانتخابات المحلية قد طلبت من المصرف المركزي تطبيق سياسة توسعية لإنعاش الاقتصاد في الشهور التي تسبق الانتخابات. وإذا أقر المصرف المركزي بأن ما يقوم به انتهاك للاتفاق على تنسيق السياسات مع المصارف الأخرى مما يضعف مصداقية زامبيا، عندئذ يستطيع مصرف زامبيا المركزي أن يقف في مواجهة الضغوط الحكومية.

2- بعض الأمور المتعلقة بتنسيق السياسات الدولية ،

Some Potential Drawbacks of International Policy Coordination

في ظل ظروف معينة، يمكن لتنسيق السياسات الدولية أن يجعل كلتا الدولتين في وضع أفضل مما كانت عليه، ولكن ذلك لا يعني أنه أفضل السبل التي تنتجها الدول وعادة ما تكون هناك بعض الأمور التي ينبغي على الدولة أن تأخذها في الحسبان، مثل قبول التضحية بجزء من مصلحتها الفردية من ناحية، وضرورة الوثوق في قدرة ورغبة الدول الأخرى الشركاء في القيام بنفس التضحيات من ناحية أخرى. وأخيراً، ينبغي قبول أن الجهود الصادقة لتنسيق السياسات يكون لها بعض الآثار السلبية مثل ارتفاع متوسط معدلات التضخم.

(أ) ما هو حجم التضحية الذي تقدمه الدولة من استقلاليتها؟

How Much Autonomy Should a Nation Sacrifice

بدون الدخول في تعقيدات مفهوم السيادة ، إذا أدى تنسيق السياسات الدولية إلى تحقيق منافع للدولة فإن قادة وشعوب الدول ينبغي أن تكون لديهم القدرة على التنازل عن جزء من السيادة.

(ب) هل يمكن الوثوق بالدول الأخرى ؟ Can Other Countries Be Trusted ؟

قد يمثل تنسيق السياسات الدولية حافزاً لإحدى الدول المشاركة على الغش. ويقدم الجدول رقم () إيضاحاً لهذه الحالة، حيث تقدم كل خانة في الشكل قيماً افتراضية لوحدة الرفاهة التي تحصل عليها الدولة في أحوال مختلفة، وذلك عند قيام الدولتين A،B بالتنسيق من عدمه.

ويتضح من الجدول رقم () أنه إذا لم تقم الدولتان بعملية تنسيق السياسات، فإن كل دولة تحصل على رفاهة مقدارها 50 وحدة. وعلى النقيض من ذلك، إذا قامت الدولتان بعملية التنسيق، تحصل كل منهما على 75 وحدة رفاهة، ومفاد ذلك، أن تنسيق السياسات يكون مفيداً للدولتين. كما يعرض الشكل المذكور سيناريوهات أخرى تعبر عن قيام إحدى الدولتين بعدم التنسيق وخداع الطرف الآخر

(ج) وضع الثقة في صانعي السياسة من الدول الأخرى

Putting Faith in Other Nations' Policymakers

هناك مشكلة أخرى تواجه الدولة عند قيامها بالتضحية بجزء من سيادتها على أمل أن تجني مكاسب عملية التنسيق، وهي تتمثل في إمكانية افتقار صانعي السياسات في الدول الأخرى للمهارة والقدرة على اختيار أفضل سياسة مشتركة. وهناك إمكانية لبروز مشكلة أخرى تتعلق بتعارض الرؤى بخصوص آفاق السياسات الملائمة

التي ينبغي على الدول المشاركة تنفيذها بشكل جماعي، وذلك على الرغم من الثقة بمهارة صانعي السياسات في الدول الأخرى.

جدول رقم (3) مستويات الرفاهة الافتراضية لدولتين

البيان	عدم قيام الدولة B بالتنسيق	قيام الدولة B بالتنسيق
عدم قيام الدولة A بالتنسيق قيام الدولة A بالتنسيق	رفاهة الدولة A = 50	رفاهة الدولة B = 100
	رفاهة الدولة B = 50	رفاهة الدولة A = 25
	إجمالي الرفاهة = 100	إجمالي الرفاهة = 125
قيام الدولة A بالتنسيق	رفاهة الدولة A = 25	رفاهة الدولة B = 75
	رفاهة الدولة B = 100	رفاهة الدولة A = 75
	إجمالي الرفاهة = 125	إجمالي الرفاهة = 150

(د) إمكانية عملية التنسيق الناجح أن تضر بالإنتاجية؟

Could "Successful" Coordination Actually Be Counterproductive?

وأخيراً، إذا وافقت الدول على الالتزام باتفاقات التنسيق، وجددت سياساتها بشكل جماعي، مازالت هناك إمكانية لأن يكون رعاياها في وضع أسوأ مما كانوا عليه. وقد توصل الاقتصاديون إلى الطرف الرئيسي الذي يمكن من خلاله حدوث ذلك الوضع.

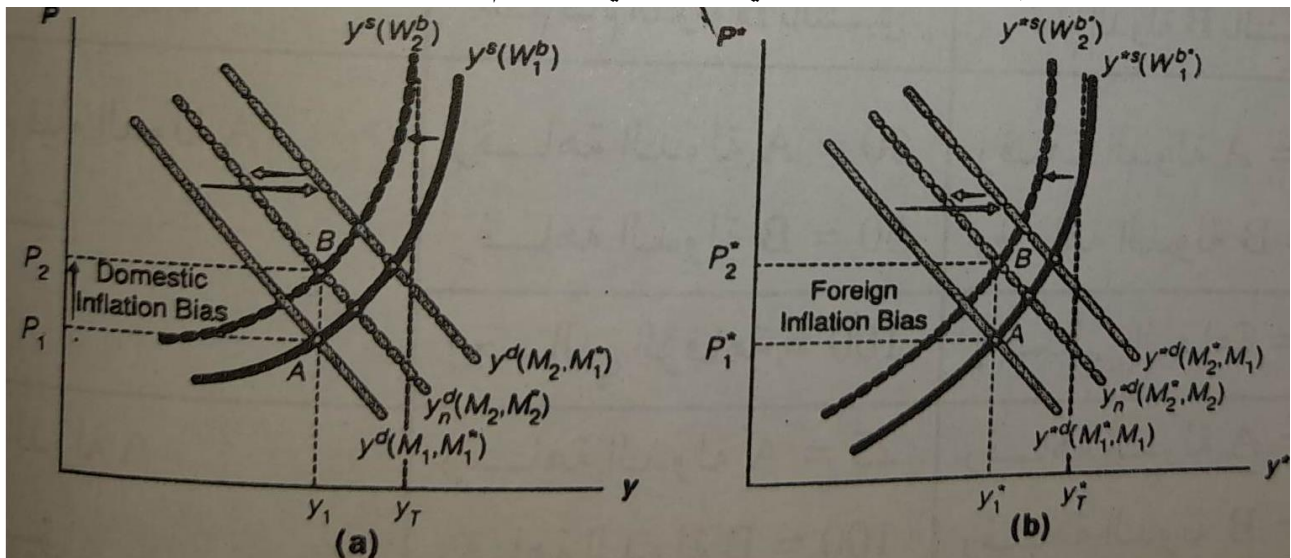
(هـ) السياسات النقدية الواعية والتضخم في ظل عدم التنسيق

Discretionary monetary policies and inflation without coordination

بعد الاقتصادي الشهير "كينيث روجوف" k.ragoff الذي يعمل لدى صندوق النقد الدولي، هو أول من أشار إلى تلك الإمكانية (نقص رفاهة المواطنين بسبب تنسيق السياسات). وقد أوضح ذلك من خلال الشكل رقم (13). ويعرض الجزء (a) من الشكل المذكور الوضع التوازني الابتدائي عند النقطة A في الدولتين، وذلك بافتراض تعويم سعر الصرف، والقدرة التامة لرأس المال على التنقل. ويعرض الجزء (b) من الشكل وضعاً مماثلاً في الاقتصاد الأجنبي.

وفي جزئي الشكل (13) نجد أن وضع منحني العرض الكلي في الأجل القصير يعتمد على المستوى الأساسي للأجور الإسمية W_1^b ، W_1^{b*} . وكما سبق أن أشرنا، نجد أن العمال والشركات يحددان الأجر الأساسي في ضوء توقعات مستوى الأسعار في الدولتين.

شكل رقم (13) التحيز التضخمي المقصود في ظل عدم تنسيق السياسات النقدية



المصدر: جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز، مرجع سابق، ص 618.

وكذلك، تتحدد أوضاع منحنيات الطلب الكلي اعتماداً على الرصيد النقدي في كل دولة، حيث إن M_1^* M_1 وكما سبق أن أشرنا، وفي ظل تعويم سعر الصرف، والقدرة التامة لرأس المال على التنقل، نجد أن الارتفاع في الرصيد النقدي المحلي يؤدي إلى زيادة الطلب المحلي ويكبح الطلب الكلي الأجنبي والعكس بالعكس.

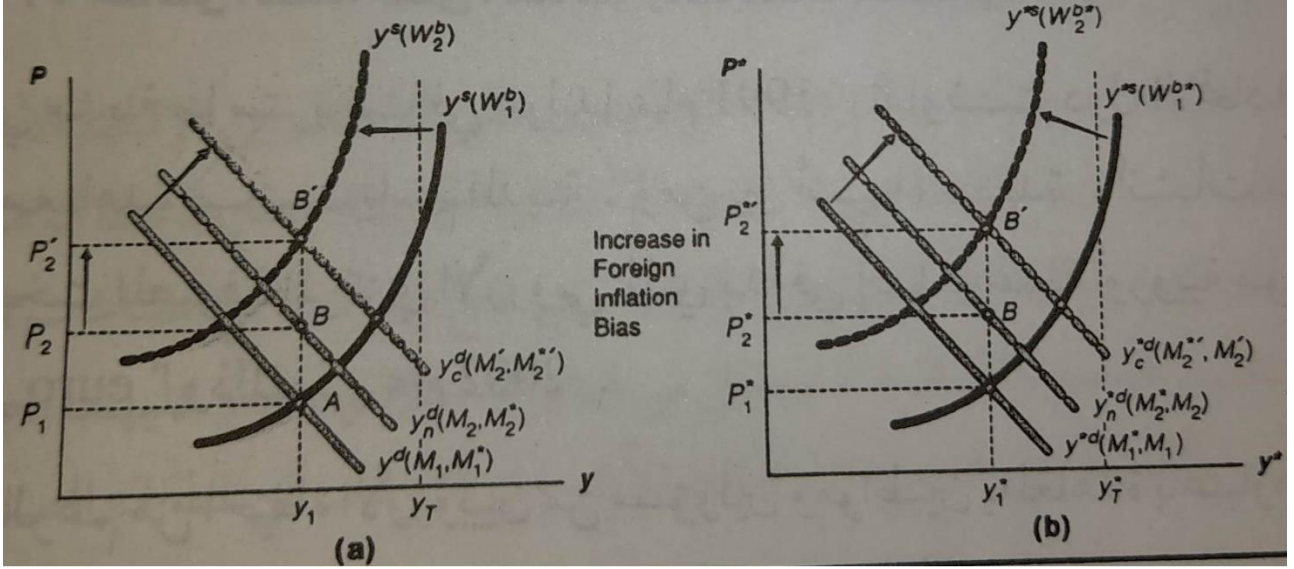
وإذا رغب صانعو السياسات في زيادة الناتج الحقيقي نحو المستوى المستهدف y_T ، y_T^* ، وفي نفس الوقت يكرهون حدوث التضخم، عندئذ يكون لديهم الحافز على زيادة الطلب الكلي على أمل توسع الناتج في الأجل القصير، ولكن تكلفة ذلك هي وجود بعض التضخم. ولذلك، يكون لدى المصرف المركزي الحافز على زيادة الرصيد النقدي المحلي من أجل وضع منحني الطلب الكلي المحلي في مكان آخر مثل المنحنى المتقطع المسى y^d ($M_2^* M_1$)، في الجزء (a) من الشكل، وإلى المنحنى ($M_2^* M_1$) في الجزء (b) من الشكل.

(و) السياسات النقدية الواعية والتضخم في ظل التنسيق

Discretionary monetary policies and inflation with coordination

في هذا الجزء، نستعرض ما يحدث إذا قام المصرف المركزي في البلدين بتنسيق السياسات، من خلال العمل معاً للحفاظ على سعر الصرف بين عمليتي الدولتين. ويعرض الشكل رقم (14) كيف يمكن العملية التنسيق أن تغير حالة التحيز التضخمي الموجودة في الدولتين. وتؤكد مرة أخرى على وجود حافز لدى كلا المصرفين لزيادة الطلب الكلي من خلال زيادة الأرصدة النقدية. ولذلك، يسعى كل مصرف مركزي إلى نقل منحنى الطلب الكلي إلى جهة اليمين.

الشكل (14) التحيز التضخمي المتعمد في ظل عدم تنسيق السياسات النقدية



المصدر: جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز، مرجع سابق، ص 619.

ويوضح الشكل رقم (14) أنه إذا قام العمال في الدولتين بالتفاوض حول أجورهم الأساسية في ضوء معرفتهم بأن المصارف المركزية لديها الحافز على زيادة الأرصدة النقدية، فسوف يطلب العمال أجوراً أعلى w_2^{b*} ، W_2^b ، ونتيجة لذلك، تنتقل منحنيات العرض الكلي في الدولتين إلى اليسار، وتصبح نقاط التوازن النهائية هي B' في الجزئين (a)، (b) في الشكل المذكور. والخلاصة التي وصل إليها "روچوف" هي أن تنسيق السياسات النقدية سوف يؤدي إلى درجة أكبر من التحيز التضخمي في كل دولة.

ولا يعني ذلك بضرورة الحال، أن تنسيق السياسات سوف يكون ضاراً. وبرغم ذلك، تشير الحجة التي ساقها "روچوف" إلى إمكانية وجود تكلفة ناجمة عن تنسيق السياسات النقدية، ويأخذ ذلك شكل ارتفاع في متوسط التضخم في الدولتين.

المبحث الرابع: اقتصاديات الاتحادات النقدية

THE ECONOMICS OF MONETARY UNION Optimal currency areas

سبق أن أوضحنا أنه إذا رغبت الدولة في الدخول في ترتيبات تنسيق السياسات الدولية، عليها أن تتنازل عن جزء من سيادتها الوطنية. وهنا نطرح السؤال التالي: هل القيام بتضحية أخرى في شكل التنازل عن العملة الوطنية لصالح وجود عملة مشتركة لجميع الدول الأعضاء في عملية تنسيق السياسات سوف يترتب عليها مكاسب للدولة. إن الإجابة عن هذا السؤال تستلزم تناول نظرية مناطق العملة المثلى.

1- مناطق العملة المثلى Optimal Currency Areas :

في مدينة ما سترخت في هولندا عام 1991، تفاوضت دول الاتحاد الأوروبي حول معاهدة سميت باسم المدينة. ومن بين أشياء عديدة، أنشأت معاهدة ماستريخت المصرف المركزي الأوروبي الذي بدأ في إصدار عملة أوروبية موحدة هي "اليورو" euro وذلك في عام 2002.

وبالرغم من احتفاء الأوروبيين من مسؤولين ومواطنين بالمعاهدة باعتبارها انتصاراً لعملية التنسيق ووحدة الإقليم، فقد تساءل عدد من الاقتصاديين بخصوص ما إذا كانت الدول الأوروبية سوف تستفيد في حقيقة

الأمر من شروط الاتفاق النقدي. واستند المعارضون على حجج تتعلق بنظرية قدمها الاقتصادي الشهير روبرت مونديل " r.mundell هي نظرية مناطق العملة المثلى، منذ نحو ثلاثين عاماً. وتقدم هذه النظرية مناهجاً تحليلياً يحدد النطاق الجغرافي للمنطقة التي يكون مواطنوها في وضع أفضل إذا تم تثبيت أسعار صرف عملاتهم، أو حتى عند استخدام عملة مشتركة.

وكل يوم، تقوم بعض الصحف مثل " وول ستريت جورنال "، " فاينانشيال تايمز " بإصدار قوائم بأسعار صرف ما يزيد على خمسين عملة وطنية. وهذه القوائم غير كاملة، لأنها تتعلق بأحجام إتحار كبيرة في أسواق الصرف الأجنبي وهناك من يطرح تساؤلاً مفاده: لماذا توجد عملات وطنية كثيرة؟ ولماذا يقوم مواطنو الخمسين ولاية أمريكية باستخدام نفس العملة على الرغم من وجود ولايات كبرى مثل كاليفورنيا ونيويورك يفوق حجم ناتجها المحلي نظيره في معظم دول العالم؟ وهل تستفيد جميع الدول الأوروبية فعلاً من أن تحذوا حذو الولايات المتحدة؟ إن نظرية منطقة العملة المثلى تبحث في الإجابة عن هذه القضايا.

2- إلى أي مدى يكون تعويم سعر صرف العملات المفضلة مفيداً:

How Separate Currencies and a Floating Exchange Rate Can Be Beneficial

لكي نستوعب السمات الأساسية لنظرية مناطق العملة المثلى، نتناول إقليمين افتراضيين. يتخصص سكان الإقليم الأول A في إنتاج الطعام منخفض الكوليسترول، بينما يتخصص سكان الإقليم B في إنتاج المنسوجات. ويتميز مستوى الأجور في الإقليمين بالجمود في المدى القصير. كما يتمتع كلا الإقليمين بتوازن مبدئي في ميزان التجارة.

ونفترض كذلك، عدم قدرة أحد الإقليمين على الانتقال إلى الإقليم الآخر من أجل التوظيف في القطاع الصناعي. وأحد الأسباب المحتملة لحدوث هذا الوضع هو وجود عوائق تتعلق باللغة أو بالنواحي الثقافية التي تمنع التوظيف في صناعات الإقليم الآخر. وثاني الأسباب المرتقبة، يتمثل في قيام أحد الإقليمين أو كليهما باصطناع مجموعة من القيود التي تمنع رعايا الإقليم الآخر من التوظيف في قطاعه الصناعي. وبرغم ذلك، لا يواجه سكان أي من الإقليمين عوائق على قدرتهم على شراء منتجات الإقليم الآخر. وأخيراً إن لكل إقليم العملة الخاصة به، وأن سعر صرف هاتين العملتين، إما في حالة تعويم، أو يقوم صانع السياسة بتثبيت سعر الصرف

(أ) التحول في الطلب النسبي A Shift in Relative Demands :

هنا نتناول ما يحدث عند عزوف رعايا الإقليمين عن طلب المنسوجات، مما يؤدي إلى نقص الطلب على منتجات الإقليم B. ونفترض في نفس الوقت، أن مواطني الإقليمين قد أصبحوا أكثر وعياً بالنواحي الصحية ومن ثم حدوث زيادة في الطلب على الغذاء منخفض الكوليسترول. وينتج عن ذلك وجود فائض تجاري وزيادة في التوظيف في الإقليم A، ويحدث عكس ذلك في الإقليم B.

وإذا كان سعر الصرف بين عمليتي الإقليمين ثابتاً، عندئذ يؤدي الجمود المفترض في الأجور إلى استمرار البطالة في الإقليم B. وذلك في الأجل القصير. أما في المدى الطويل، فإن أسعار الغذاء منخفض الكوليسترول سوف ترتفع، على حين ينخفض سعر المنسوجات في الإقليم B، مما يؤدي إلى إعادة التوازن في ميزان التجارة بين الإقليمين.

(ب) سعر الصرف المرن A Flexible Exchange Rate :

في حالة سعر الصرف المرن، يؤدي الفائض التجاري للإقليم A، والعجز التجاري في الإقليم B، إلى انخفاض قيمة عملة B أمام عملة الإقليم A. ويؤدي ذلك إلى انخفاض السعر الفعلي للمنسوجات وحدوث ارتفاع سريع في السعر الفعلي للغذاء منخفض الكوليسترول. ويترتب على ذلك، حدوث توازن تجاري بين الإقليمين، انخفاض المدى الزمني لمشكلة البطالة في الإقليم B.

وبالتأكيد، سوف يواجه رعايا الإقليمين في حالة وجود عملات منفصلة مخاطر سعر الصرف الناجمة عن تغييرات سعر الصرف وتكلفة تحويل إحدى العملات إلى العملة الأخرى. وبرغم ذلك، نجد أن وجود عملات منفصلة مع تعويم سعر الصرف بينهما، يحمي الإقليمين من خطر البطالة التي تنجم عن العوائق اللغوية والثقافية والقانونية التي تواجه العمالة المهاجرة

(ج) مردود استخدام عملة واحدة

When Could Using a Single Currency Pay Off

نفترض زوال الظروف التي أعاققت هجرة العمال، وبالتالي يستطيع العمال التنقل بين الإقليمين بحرية. فإذا افترضنا أنه في أعقاب هذه التطورات مباشرة حدوث زيادة في الطلب على الغذاء منخفض الكوليسترول، ونقص في الطلب على منسوجات الإقليم B. إن النتائج الفورية للفائض التجاري، وارتفاع التوظيف في الإقليم A، وعكس ذلك في الإقليم B، تتمثل في هجرة عمال B إلى الإقليم A، مما يؤدي إلى حدوث بطالة مؤقتة في الإقليم B. وخالصة الأمر، حدوث انخفاض في مستوى البطالة في الإقليمين.

ويستخلص الاقتصاديون أنه من الأفضل للإقليمين إنشاء منطقة للعملة المثلثي أو منطقة جغرافية تكون أسعار الصرف ثابتة داخلها. أضف إلى ذلك، قد تجد الأقاليم المنفصلة أنه من المفيد تبني عملة مشتركة.

3- المنطق وراء استخدام عملات مختلفة Rationales for Separate Currencies

نبدأ بطرح السؤال التالي: ما هي المنافع التي تعود على رعايا الإقليمين اللذين يتمتعان بانخفاض عوائق التجارة أو غيابها مع قدرة العمال على الانتقال، مما يبرر وجود عملتين منفصلتين؟ إن إحدى الإجابات المرتقبة تتمثل في نظر رعايا أي من الإقليمين عند وجود عملة مشتركة، باعتبارها تضحية بالسيادة الوطنية، ومن أمثلة ذلك، المملكة المتحدة وألمانيا.

(أ) الافتقار إلى التكامل المالي Lack of Fiscal Integration :

إن النزعة القومية nationalism ليست هي العامل الوحيد الذي يمنع الدولة من الانضمام إلى العملة الموحدة. فالحكومات لديها موازناتها الخاصة التي تعتمد على مواردها الخاصة، وكيفية توزيع بنود الإنفاق العام. ولعل أبرز الموارد التي تعتمد عليها الدولة هي أرباح المصرف المركزي من عملية إصدار العملة seignioray. وفي الوقت الراهن، أصبحت إيرادات المصرف المركزي تأتي من فوائد السندات التي يصدرها.

(ب) إزالة التنافس بين العملات Removal of Currency Competition :

من المبررات الممكنة للحفاظ على العملات المنفصلة هو مكاسب الرفاهة الناجمة عن تنافس العملات. ويجادل الاقتصادي " فريدريك هايك " f. hayek قائلاً: إن وجود عديد من العملات الوطنية التي تنافس بعضها البعض يمكن أن يكون مفيداً لرعايا جميع الدول. ونتيجة لذلك، سوف يخسر هؤلاء إذا قررت حكوماتهم الانضمام إلى العملة المشتركة.

(ج) هل تعتبر أوروبا منطقة للعملة المثلى؟ Is Europe an Optimal Currency Area ؟

طبقاً لشروط معاهدة " ماستريخت " الخاصة بالاتحاد الأوروبي، قامت إحدى عشرة دولة بتطبيق العملة الموحدة في عام 1999 على أن يبدأ تداولها في عام 2002. ومن شروط الانضمام للمعاهدة ألا يزيد عجز الموازنة في الدولة على 3% من الناتج المحلي الإجمالي، وألا يتجاوز الدين الحكومي 60% من حجم الناتج واثارت الشكوك في الدانمارك والمملكة المتحدة حول الانضمام للعملة الموحدة ونظام النقد الأوروبي، ولعل أبرز المخاوف لدى المملكة المتحدة كانت تتمثل في الوضع التاريخي للجنيه الاسترليني كرمز للسيادة.

وهناك سبب آخر للشكوك بخصوص الانضمام إلى الاتحاد النقدي الأوروبي EMU. وتتعلق هذه الشكوك بعدم اليقين عما إذا كانت جميع دول الاتحاد الأوروبي. تشكل في واقع الأمر منطقة مثلى للعملة، بخلاف الحال عن الولايات المتحدة وكندا وأياً كان الأمر، فقد أصبحت العملة الأوروبية الموحدة " يورو " أمراً واقعاً، وذلك على الرغم من انتهاك ألمانيا وفرنسا لقواعد عجز الموازنة.

المبحث الخامس: العملات الناقلة VEHICLE CURRENCIES :

تستخدم العملات الناقلة كعملات تهيمن على المعاملات الدولية، وكأدوات مالية دولية، غالباً ما يستخدمها الأفراد والشركات في إبرام المعاملات الدولية. على سبيل المثال، قد تصدر شركة يابانية سندا bond مقوماً بالدولار الأمريكي، ثم يقوم مواطن أوروبي بشراء ذلك السند وطبقاً لهذا المثال، يخدم الدولار كعملة ناقلة، وذلك على الرغم من عدم انخراط مواطن أمريكي في هذا التعامل على الإطلاق.

1- هيمنة الدولار The Dollar's Predominance :

منذ انتهاء الحرب العالمية الثانية، لعب الدولار دور العملة الناقلة المهيمنة وتستخدم المصارف العالمية الدولار الأمريكي كأساس لمعظم الأصول والخصوم، ناهيك عن استخدام الدولار كأداة مالية تصدر في أسواق النقد والمال ومنذ بداية عقد ثمانينيات القرن العشرين، حدث تحول تدريجي نحو استخدام عملات متعددة في المعاملات الدولية، ومن ثم فقدان الدولار لوضعه المهيمن .

2- تأثير عملة اليورو The Euro's Impact :

تشير البراهين الحالية إلى وجود أربع عملات ناقلة رائدة، هي على الترتيب حسب نصيبها من العملات: الدولار الأمريكي، والعملة الأوروبية الموحدة يورو، والين الياباني، والإسترليني البريطاني. ومفاد ما سبق، أن الدولار مازال على رأس العملات الناقلة بنصيب يبلغ 60%، يليه " اليورو " بنسبة 20.5%، ثم الين الياباني بنحو 5.2%، يلي ذلك الجنيه الإسترليني.

وهناك من يطرح السؤال الآتي. هل يمكن لعملة " اليورو " أن تحل محل الدولار كعملة ناقلة رائدة؟ إن الإجابة عن هذا السؤال تشير إلى حدوث تغيير محدود في المهنية الدولارية على أوضاع المصارف خارج حدود أمريكا. ومع ذلك، هناك زيادة كبيرة في نصيب " اليورو " في سوق النقد الدولي، والسندات الدولية. فقد أصبح هذا النصيب يتراوح بين 39% و 43% من الأدوات الراهنة، وهو ما يمثل تحدياً كبيراً للدولار.

المبحث السادس: المناطق المستهدفة لسعر الصرف EXCHANGE RATE TARGET ZONES

تساءل بعض الاقتصاديين وعلى رأسهم " بول كروجمان " p.krugman عما إذا كان على دول العالم أن تختار ما بين نظام سعر الصرف الثابت ونظام التعويم. اقترح هؤلاء ضرورة البحث عن أرضية مشتركة بين هذين النقيضين. ومضمون هذا المنهج، يقوم على تقييد التقلبات في سعر الصرف، مع السماح ببعض التغييرات في قيم عملات الدول.

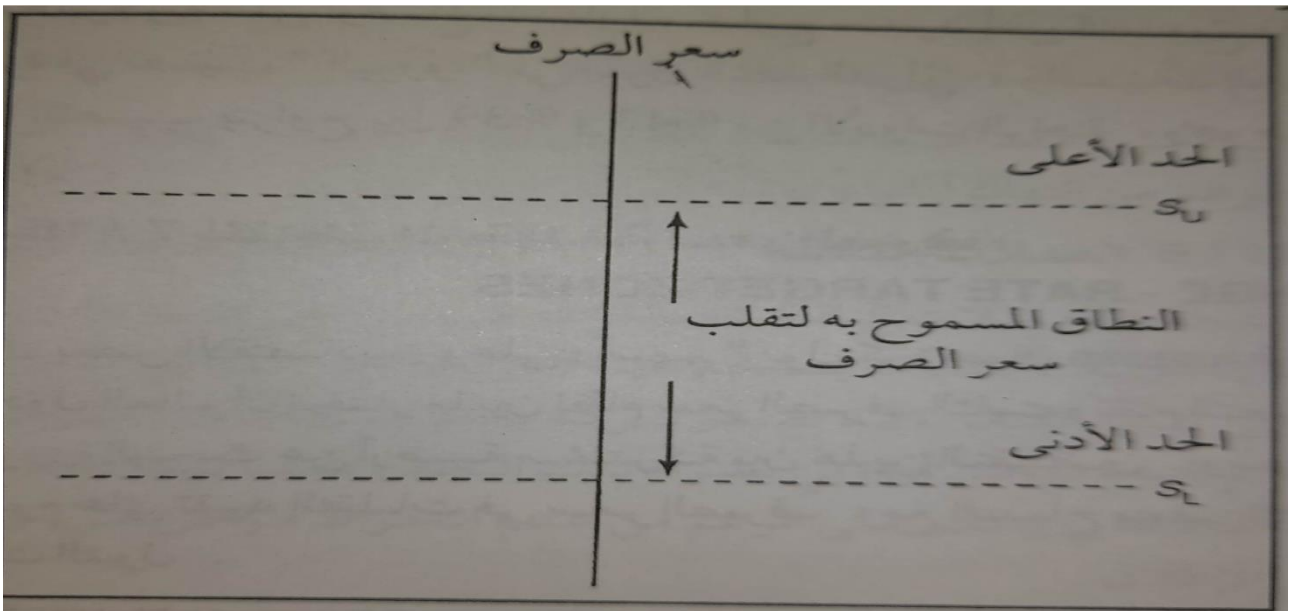
1- المناطق المستهدفة Target Zones :

بداية، نوجه السؤال التالي: كيف تستطيع المصارف المركزية أن تقيّد حركات سعر الصرف، وفي ذات الوقت تسمح بحدوث تغيير في سعر الصرف؟ يعرض الشكل رقم () إحدى الإجابات الممكنة، وهي تتمثل في إنشاء منطقة مستهدفة لسعر الصرف، بمعنى تحديد نطاق تسمح المصارف المركزية في داخله لسعر الصرف بالتغيير.

(أ) إنشاء منطقة مستهدفة Establishing a Target Zone :

استناداً إلى ما ورد في الشكل رقم (14) لا يتدخل المصرف المركزي في حالة وجود تقلبات بين الحد الأدنى، والحد الأعلى للنطاق المسموح به ، ويتدخل فقط في حالة الخروج عن هذا النطاق، ومعنى ذلك تعويم سعر الصرف داخل النطاق المحدد. وحيث إن الفارق بين الحدين الأعلى والأدنى صغير جداً فإن المنطقة المستهدفة تنتمي في الأساس لنظام سعر الصرف الثابت. إما إذا حدد المصرف المركزي نطاقاً كبيراً للتقلب، فإن المنطقة المستهدفة تشبه إلى حد كبير نظام تعويم أسعار الصرف.

شكل رقم (14) المنطقة المستهدفة لسعر الصرف



المصدر: جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز، مرجع سابق، ص 626.

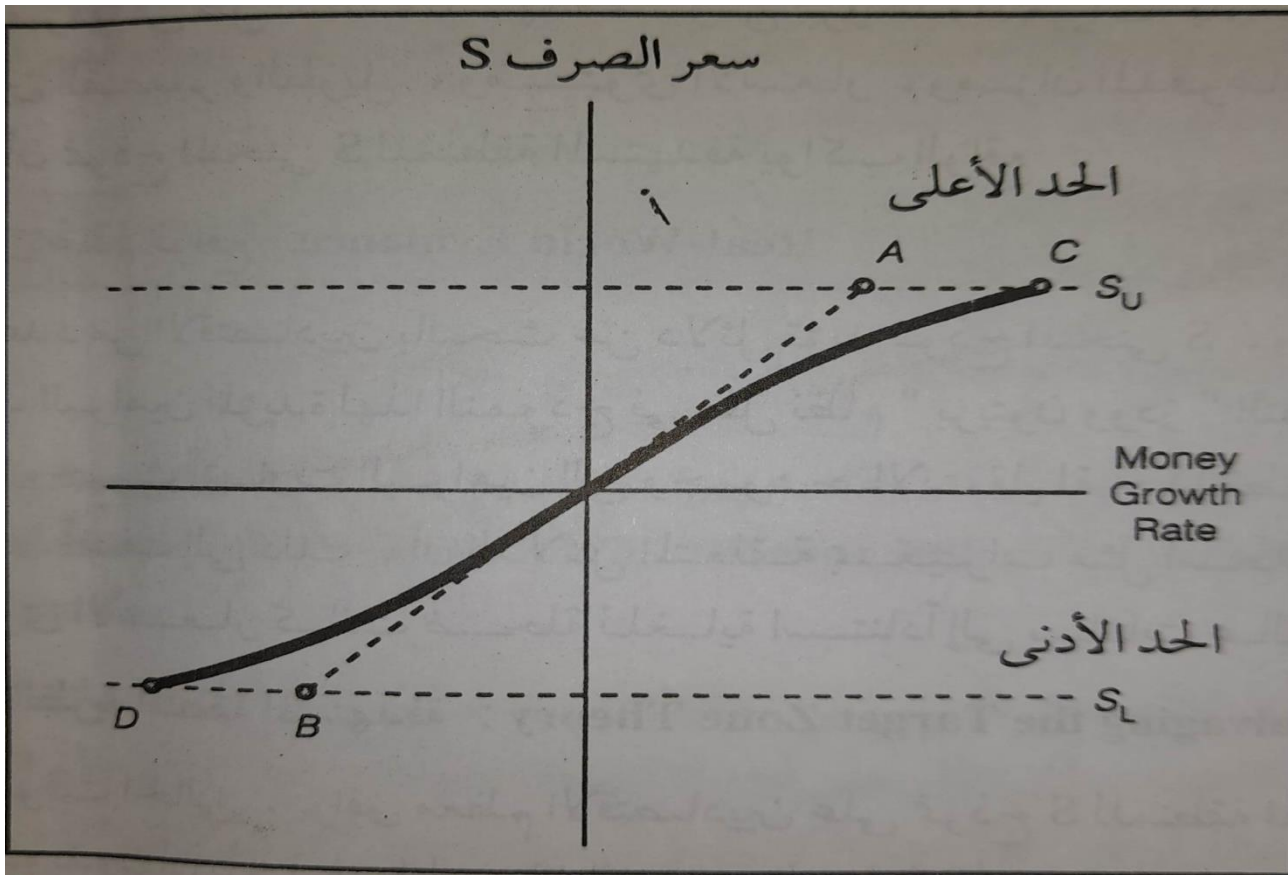
(ب) سلوك سعر الصرف داخل المنطقة المستهدفة:

The Behavior of the Exchange Rate Inside the Target Zone

هناك من يسأل: كيف يتقلب سعر الصرف داخل المنطقة المستهدفة؟ يوضح الشكل رقم (15) إن الخط الصاعد المتقطع يعبر عن استجابة سعر الصرف للتغيرات التي تحدث في العوامل التي تحدد قيمته في ظل نظام تويم أسعار الصرف، مع افتراض وجود علاقة خطية بين هذه العوامل وبين سعر الصرف وذلك بقصد التبسيط. وتعتبر التغييرات في كمية النقود في الداخل والخارج من أبرز هذه العوامل. مما سبق نستطيع أن

نستنتج أنه داخل النطاق المسموح به للتقلب، يكون الوضع أقرب ما يكون إلى نظام التعويم أما عند الحدين الأعلى والأدنى، فالوضع يشبه نظام سعر الصرف الثابت.

شكل رقم (15) سلوك سعر الصرف داخل المنطقة المستهدفة



المصدر: سي بول هالوود ورونالد ماكدونالد، مرجع سابق ص 484

وفي واقع الأمر، من غير المرجح أن يتغير سعر الصرف عبر الخط المتقطع، ويعود السبب في ذلك إلى قيام المضاربين بتبديل طلبهم على عملة الدولة إذا توقعوا تدخل المصرف المركزي عند أي من الحدين الأعلى والأدنى للمنطقة المستهدفة.

وعلى ذلك، يقع سعر الصرف التوازني داخل المنطقة المستهدفة على الخط السميك المنحني قليلاً على النحو الموضح في الشكل (15). وإحدى المزايا المرتقبة للمنطقة المستهدفة، إذا كان هدف الدولة هو تقليل مخاطر الصرف الأجنبي، ومنع التقلبات في الأداء للاقتصادي التي تنجم عن تغيرات سعر الصرف.

2- مدى مواكبة نموذج المنطقة المستهدفة للواقع Does the Target Zone Model Fit the Facts

حيث إن منحني سعر الصرف الذي على شكل حرف S أمر لا مفر منه في ظل المنطقة المستهدفة قام عدد من الاقتصاديين في بداية عقد التسعينيات من القرن العشرين، بإحداث تطوير نظري للنموذج الذي قدمه " كروجمان " الذي أشرنا إليه في فقرة سابقة. وقد حدد هؤلاء الاقتصاديون عدداً من المتغيرات الاقتصادية وكيفية تصرفها في ظل المنطقة المستهدفة. ومن أبرز هذه المتغيرات نجد أسعار الفائدة في الأجلين القصير والطويل، ومستوى الأسعار، وميزان المدفوعات، وذلك بافتراض أن نموذج المنحني S للمنطقة المستهدفة يواكب الواقع.

(أ) براهين عالم الواقع Real-World Evidence:

قام عدد من الاقتصاديين بالبحث عن دلائل تؤيد نموذج المنحنى S، وقد توصلوا إلى ضعف البراهين المؤيدة لهذا النموذج في ظل نظام " بريتون وودز " النظام النقدي الأوروبي، حيث أشارت البراهين إلى وجود حالات قليلة جداً انطبق عليها النموذج. أضف إلى ذلك، أن الدلائل المتعلقة بمتغيرات مثل أسعار الفائدة ومستوى الأسعار كانت ضحلة للغاية استناداً إلى بيانات عالم الواقع.

(ب) إنقاذ نظرية المنطقة المستهدفة Salvaging the Target Zone Theory :

في الوقت الحالي، يوافق معظم الاقتصاديين على نموذج S للمنطقة المستهدفة لا يمكن إنقاذه بدون أن نأخذ في الحسبان اثنين من العوامل المحورية. ويتمثل أول هذه العوامل فيما يسمى عدم المصدقية التامة للسياسة imperfect policy credibility فأي نظام يتعهد بتثبيت أو تقييد حركات سعر الصرف لا يتمتع بالمصدقية الكاملة فهناك دائماً شكوك تصيب المتعاملين في سوق الصرف الأجنبي بخصوص قيام المصرف المركزي بالدفاع عن سعر الصرف المستهدف بشكل علني. وقد أشار " كروجمان " نفسه إلى إمكانية فشل المصرف المركزي في التدخل عندما يصل سعر الصرف إلى النطاق المعلن عنه، عندئذ ينبغي تعديل نموذج المنحنى S. أضف إلى ذلك أن المصرف المركزي يمكن أن يتدخل في أسواق الصرف الأجنبي فقط عند حدود المنطقة المستهدفة. كذلك يمكن للمصارف المركزية أن تتدخل في سوق الصرف الأجنبي بشكل مخطط لتحريك أسعار الصرف إلى المستويات المرغوب فيها داخل المنطقة المستهدفة. وهذا الأمر قاد الاقتصاديين إلى تطوير الإطار الأساسي لنموذج المناطق المستهدفة ليأخذ في حسابه هذين العاملين على سبيل المثال، أدخل كل من " كلاين "، و " لويس " تعديلاً في النموذج يسمح بإمكانية قيام الناس بتغيير معتقداتهم بخصوص نطاق المنطقة المستهدفة. وقد طبق الاقتصاديان هذا النموذج على الخبرة الفعلية المتمثلة في التنسيق بين المصرف المركزي الألماني، ومصرف اليابان المركزي، ومصرف الاحتياطي الفيدرالي خلال الفترة من فبراير إلى أكتوبر عام 1987، وقد توصل الباحثان إلى وجود دليل على أنه حتى في ظل الجهود القوية للتنسيق بين هذه المصارف، فإن تطورات المتاجرين في أسواق الصرف الأجنبي قد تغيرت بشكل كبير خلال فترة الدراسة.

ملخص الفصل:

يمكن تلخيص أهم ما ورد في هذا الفصل في النقاط التالية:

1- الاعتماد الهيكلي المتبادل والتعاون والتنسيق في السياسات الاقتصادية الدولية:

Structural Interdependence and International Policy Cooperation or Coordination

يقال إن الاقتصاد القومي في حالة اعتماد هيكلي متبادل إذا كان الاقتصاد يستجيب للأحداث التي تؤثر على أداء الاقتصاديات الأخرى. وفي مثل هذه المواقف، تتواجد المؤثرات الخارجية لتنسيق السياسات الدولية التي تؤثر على الأداء الاقتصادي في الدول الأخرى. وحتى يتم إثراء المؤثرات الخارجية الموجبة، وتقليص المؤثرات السالبة، قد تقرر الدول إنشاء أطر مؤسسية لتبادل البيانات أو التعاون في تحقيق الأهداف القومية، بالإضافة إلى تنسيق السياسات لصالحهم جميعاً.

2- المنافع المرتقبة لتنسيق السياسات الدولية:

The Potential Benefits of International Policy Coordination

إن أكثر المنافع أهمية لتنسيق السياسات، تتمثل في تحقيق التدويل للمؤثرات الخارجية للسياسات الدولية. ويقصد بذلك، التحديد المشترك لتدابير السياسات الذي يستطيع بمقتضاه صانعو السياسة تدنية المؤثرات الخارجية السالبة، وتعظيم المؤثرات الخارجية الموجبة. وتنسيق السياسات يمكن أن يوسع أيضاً عدد الأدوات الاقتصادية التي تحقق الأهداف الجماعية. وأخيراً، يسمح الانضمام الرسمي لترتيبات السياسات الدولية لصانعي السياسة القومية مقاومة الضغوط السياسية المحلية التي تنادي بتطبيق سياسات وطنية تحقق منافع في المدى القريب، ولكن لها آثاراً سلبية طويلة الأجل.

3- الآثار السيئة المرتقبة من التنسيق الدولي للسياسات:

The Potential Drawbacks of International Policy Coordination

إن أحد الطرق الذي تخسر بمقتضاه الدولة نتيجة دخولها في ترتيبات تنسيق السياسات، هو التضحية بجزء من السيادة الوطنية على أقل تقدير. علاوة على ذلك، ينبغي أن يكون هناك إيمان متبادل بعدم قيام الشراء بالغش في مجال تنسيق السياسات على حساب دول أخرى، وألا تقوم أطراف أخرى بتطبيق سياسات تعوق الإنتاجية. وهناك مشكلة أخرى تبرز عندما تنخفض مصداقية صانعي السياسات أمام المواطنين، وما يترتب على ذلك من تطبيق سياسات تضخمية.

4- إمكانية أن تكسب الدولة من تبني عملة مشتركة

The Possibility that Nations Could Gain from Adopting a Common Currency

تقع الدول داخل منطقة العملة المثلثي إذا كانت هناك قدرة كافية للعمال على الانتقال عبر الحدود لتلافي مشكلة البطالة واختلال المدفوعات، وذلك دون الحاجة لتعديل سعر الصرف. ومن حيث المبدأ تستطيع الدول الأعضاء في منطقة العملة أن تقلل مخاطر الصرف الأجنبي ونفقات تحويل العملات. وبرغم ذلك، قد تختار الدول الأعضاء في منطقة العملة التخلي عن استخدام العملة المشتركة إذا رغب رعاياها في عدم فقدان السيادة الوطنية، أو فقدان الأرباح الناجمة عن إصدار النقود.

5- العملات الناقلة Vehicle Currencies :

العملات الناقلة تلك التي يستخدمها الأفراد والشركات في إبرام المعاملات الدولية، ويأتي على رأس قائمة هذه العملات الدولار الأمريكي، وعملة " اليورو والين الياباني، والجنيه الاسترليني. وبالرغم من استمرار المصارف للدولار كأساس لتقييم المعاملات الدولية، فقد بدأت عملة " اليورو " في سحب البساط من الدولار الأمريكي.

6- المناطق المستهدفة لسعر الصرف Exchange Rate Target Zones :

المنطقة المستهدفة لسعر الصرف هي عبارة عن المسافة بين الحد الأعلى والحد الأدنى لسعر الصرف، والتي تسعى المصارف المركزية لتقييد تقلبات سعر الصرف بداخلها. وإذا اتسمت المنطقة المستهدفة بالمصدقية عندئذ يستطيع المصرف المركزي أن يلتزم مقدماً ببيع احتياطات الصرف الأجنبي لكي يحافظ على سعر الصرف عند الحد الأعلى أو أقل منه قليلاً. كذلك، يقوم بشراء الاحتياطات عند بلوغ سعر الصرف للحد الأدنى أو أعلى منه قليلاً.

خاتمة عامة:

يعد مجال المالية الدولية من أكثر المجالات الاقتصادية استحواداً على اهتمام الباحثين في عصرنا الحالي نظراً لما يحتويه من موضوعات عديدة، و التي تؤثر على اقتصاديات الدول خصوصاً مع تطور العولمة الاقتصادية و المالية و ما نتج عنها من زيادة في الترابط و التكامل بين الأنظمة المالية لمختلف اقتصاديات العالم . فمع ازدياد تدفقات السلع و الخدمات بين الدول الناتج عن الانفتاح الاقتصادي الذي تفرضه العولمة المالية، ازدادت معه كذلك التدفقات المالية الدولية.

إن الهدف الرئيسي من إعداد هذه المطبوعة، هو إمداد الطالب بالمعرفة الضرورية اللازمة لتغطية موضوع "المالية الدولية المعمقة"، وذلك لوجود عدد كبير من الكتب الدراسية التي تغطي موضوع "التمويل الدولي" فقط، وعدد آخر يغطي موضوعات "الاقتصاد الكلي" وعلي ذلك، فإن هذه المطبوعة تغطي كلا الموضوعين معاً. وتتسم هذا المطبوعة، بتقديم بعض الموضوعات الصعبة، ولكن بطريقة غير معقدة، مثل منهج المرونات، وتعادل أسعار الفائدة، والتدخل في سوق الصرف (النقد الأجنبي، وأخيراً معالجة دور المصارف المركزية والمؤسسات فوق الدول فيما يخص السياسات الاقتصادية الدولية. وتحتوي المطبوعة على عدد كبير من الأشكال البيانية، التي تهدف إلى مساعدة الطالب على فهم العلاقات فيما بين المنحنيات المختلفة التي يعبر كل واحد منها عن أحد المتغيرات. وحيث إن التفكير الانتقادي هو أحد المجالات المهمة للطلاب الجامعي وطالب الدراسات العليا، فإن المطبوعة تهدف إلى جعل التعلم عملية نشطة وممتعة. و أرجو أن نكون وفقنا لذلك.

قائمة المراجع المستخدمة:

1- باللغة العربية

- هيل عجمي جميل الجنابي، التمويل الدولي والعلاقات النقدية الدولية، دار وائل للنشر والتوزيع ط1، عمان، الأردن، 2016.
- جوزيف دانيالز، ديفيد فانهوز، ترجمة محمود حسن حسني، ونيس فرج عبد العال "اقتصاديات النقود والتمويل الدولي"، دار المريخ للنشر الرياض، المملكة العربية السعودية.
- شقير نوري موسى وآخرون، "التمويل الدولي ونظريات التجارة الخارجية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، ط1، 2012.
- موسى سعيد مطر و شقيري نوري موسى، "التمويل الدولي"، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط1 عمان، الأردن، 2008.
- عوض الله زينب، العلاقات الاقتصادية الدولية، الدار الجامعية، بيروت، 1990.
- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003.
- بالقاسم العباس، سياسات أسعار الصرف، سلسلة دورية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 23 2003.
- نعمان سعدي، سياسة الصرف في إطار برامج التصحيح الهيكلي لصندوق النقد الدولي، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1998 .
- سي بول هالوود ورونالد ماكدونالد، ترجمة محمود حسن حسني و ونيس فرج عبد العال، النقود والتمويل الدولي، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2007.

2- باللغة الأجنبية

- Larbi Dohni, Carol Hainaut, "**Les taux de change**", de Boeck, Bruxelles, 2004.
- J.D.Gvertny and R.L.Stroup, **Economics**, Private and Public Cosies, Her CourtBrace Jovanovich, INC, New York, 1987.
- James C.Ingram, **International Economics**, John Wiley and sones, New York 1986.
- P.T. Eills Worth, **the International Economy**, The Mecaillan Company, 1985.
- Gwartney, Stroup, Sobel, Macpherson **Economics (private and public choice)**, Her court Brace Jovanovic ,15th Edition, USA, 2015.



- B.Sodersten , **International**, Macmillan, London, 1970.
- C.S. Eun and Resnick, **International Financial Management**, Singapore : McGrawHill Irwin, 2007.
- Vyuptakesh Shavan, **International Financial Management**, New-Delhi: Prentice-Hall of Mdia, 2003.
- Allan C. Shapiro, **Foundations of Multinational Financial Management**.
- ANNE O. Krueger, **Exchange Rate Determination**, Cambridge University, London, 1983.
- Bertrand Nezeys, **les politiques de competitivite**, édition economica, paris, 1993.
- Yves Simon, **Marché des changes et gestion du risque de change**, Edition Dalloz Paris, 1995.
- Bernard Bernier, Yves Simon, "initiation à la macroéconomie", Dunod, paris, 8ème édition, 2001.
- Graham Donnelly, **International Economics**, Longman Group UK Limited, London 1987.
- Paul A Samuelson, **Economics**, MCG Raw-HILL Book Company, London, 1976.